



Real
Instituto
Elcano

de Estudios Internacionales y Estratégicos

SOBRE ESTABILIDAD DE PRECIOS, DEFLACIÓN Y TRAMPAS DE LIQUIDEZ EN EL G-3

Álvaro Espina

Documento de Trabajo (DT) Nº 3/2004

13/01/2004



Sobre estabilidad de precios, deflación y trampas de liquidez en el G-3

Álvaro Espina *

Introducción

Durante el foro de debate que tuvo lugar en el Fondo Monetario Internacional en mayo de 2003 con motivo de la presentación del estudio *Deflación: Determinantes, Riesgos y Opciones Políticas* (1), dirigido por Kenneth Rogoff, Lawrence Ball –uno de los líderes académicos de la economía neokeynesiana– afirmó: “Dudo que ocurriera algo terrible si el nivel general de precios cayese de forma estable –por ejemplo– a un ritmo del uno o el dos por ciento anual. En cambio, de lo que debemos preocuparnos es de la trampa de liquidez” (2).

Se dice que una economía se encuentra en situación de trampa de liquidez cuando los incentivos de que disponen los agentes económicos hacen que –incluso cuando los tipos de interés llegan a cero– el ahorro se sitúe sistemáticamente por encima de la inversión, bloqueando el crecimiento. Cuando la política monetaria no se emplea sólo para controlar la inflación, sino también con la finalidad de suavizar las fluctuaciones de la economía y estimularla para que alcance su ritmo de crecimiento potencial –dondequiera que éste se encuentre–, su objetivo intermedio o instrumental consiste en modular los tipos de interés: reduciéndolos durante la fase baja del ciclo, para desincentivar el ahorro y estimular la inversión, y aumentándolos durante la fase alta. Como en circunstancias normales los tipos de interés no pueden caer por debajo de cero, si a ese nivel sigue habiendo exceso de ahorro, la política monetaria convencional deja prácticamente de resultar eficaz para estimular el crecimiento de forma directa.

La teoría sobre la trampa de liquidez fue formulada por Hicks en 1937 (3). Aunque el modelo fue concebido para un sistema económico mucho menos complejo que el actual, durante el último sexenio Paul Krugman (4) ha recuperado este análisis, adaptándolo para construir un modelo explicativo de la recesión recalcitrante por la que viene atravesando la economía japonesa desde comienzos de los años noventa, y que ahora amenaza a otras economías, como el propio Krugman había previsto.

Hicks describió la trampa de liquidez como aquella situación en que la elasticidad de la demanda de dinero (L^D) es prácticamente infinita en relación al tipo de interés (i), y casi cero en relación a la renta (Y). Dibujando los tipos de interés en el eje vertical y la renta en el horizontal, esto significa que la curva que representa los tipos de interés de equilibrio en el mercado del dinero (LM) es plana en el intervalo en que se cruza con la curva de los tipos de interés de equilibrio en el mercado de bienes (IS), que representa aquellas combinaciones de tipos de interés y renta en que el ahorro (S) y la inversión (I) previstos se llevan a cabo efectivamente. Esta curva tiene pendiente negativa, porque al descender los tipos de interés crece la inversión, lo que hace aumentar la renta y, con ella, el ahorro que la financia. Superado un umbral mínimo de tipos de interés, la curva LM tiene pendiente positiva porque un aumento de la renta eleva la demanda de dinero y del tipo de interés –dada la cantidad de dinero–. Pero si el punto en que la curva IS corta

* Vocal asesor de la Dirección General de Política Económica (Ministerio de Economía, España) y profesor asociado del Departamento de Sociología I (Universidad Complutense de Madrid).

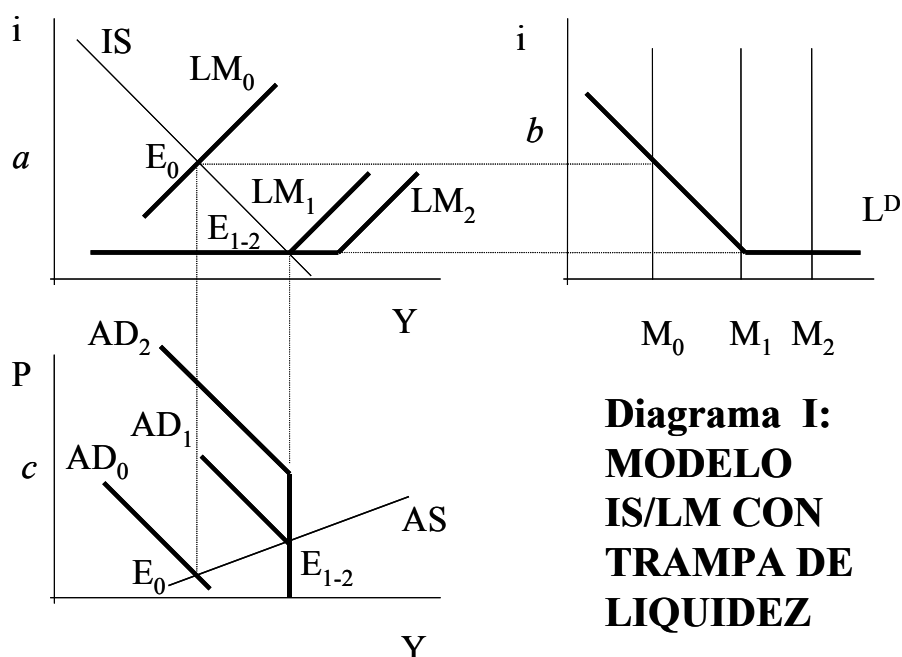
a LM se halla en su zona con pendiente nula, un desplazamiento de ésta última hacia la derecha (de LM_1 a LM_2) no tendrá consecuencias prácticas, precisamente porque nos encontramos en su tramo horizontal, de modo que el punto de equilibrio permanece invariable (E_{1-2}) y la renta estancada. El correlato de todo ello es una curva de demanda agregada vertical en el tramo inferior, cuyo desplazamiento hacia arriba (de AD_1 a AD_2) no mueve el punto de equilibrio hacia la derecha (diagrama 1).

A la postre, ahorro e inversión han de coincidir necesariamente, ya que todo lo producido se consume o se invierte, del mismo modo que toda la renta se destina a consumo o ahorro. Como el producto total equivale a la renta total –porque todo el producto se agota remunerando a los factores que concurren en el proceso de producción, incluyendo entre ellos al gobierno–, un exceso de ahorro respecto a la inversión efectivamente realizada dará lugar a la aparición de servicios sin utilizar y de productos sin vender. Esta última es una forma no productiva de “inversión” (definiendo ésta en sentido muy amplio, como toda producción no consumida), que se traducirá en un aumento de las existencias. Tal aumento inducirá a los empresarios a invertir menos en el futuro y a prescindir de los trabajadores cuyos servicios laborales no son utilizados por las empresas que los tienen contratados, de modo que la renta y el ahorro disminuirán, y continuarán haciéndolo hasta que aquella alcance el nivel en que ahorro e inversión se igualan (5).

En la primera parte de este trabajo se examina el origen y la evolución reciente de las ideas básicas acerca de la deflación y la trampa de liquidez, así como de las políticas preventivas para evitar caer en una situación que resulta tanto más temible cuanto que muestra un elevado grado de histéresis o, lo que es lo mismo, que tiende a autoperpetuarse porque no se dispone todavía de instrumentos con eficacia probada para combatirla cuando las economías se encuentran atrapadas en ella, como ha quedado demostrado por la “larga enfermedad” de la economía japonesa, que dura ya más de un decenio y que sólo a finales de 2003 parece empezar a dar señales de remisión. Por eso, la simple posibilidad de que el “mal japonés” pueda extenderse a EEUU ha sido contemplada durante 2003 con enorme preocupación por el público, por las autoridades monetarias norteamericanas y por las instituciones financieras internacionales.

En la segunda parte del trabajo se evalúa la posibilidad de contagio y mutuo reforzamiento de la trampa de liquidez en las tres grandes áreas del G-3. El caso de la UE merece una consideración especial porque en la zona euro, que ocupa la mayor parte de este área, la política monetaria del BCE tiene tan sólo atribuidas facultades de mantenimiento de la estabilidad de precios y su papel en la política de control de las fluctuaciones económicas se lleva a cabo de forma indirecta, frenando las tensiones inflacionistas inherentes a las fases cíclicas en que la economía crece por encima de sus posibilidades efectivas, e inyectando liquidez en las fases recesivas. El problema aquí también es que el área euro no es homogénea y en que si el conjunto de ella llegara a caer en una trampa de liquidez con deflación, el mal sería ya tan grave que la holgura monetaria proporcionada por el BCE habría dejado de resultar eficaz para relanzar el crecimiento.

La comparación entre sí y con las otras dos grandes áreas de la evolución cíclica reciente en las cinco mayores economías de la UE –cuatro de ellas dentro de la zona euro– permite extraer algunas conclusiones de política económica en un breve epígrafe final.



**Diagrama I:
MODELO
IS/LM CON
TRAMPA DE
LIQUIDEZ**

I. LAS IDEAS BÁSICAS Y LA EVOLUCIÓN DE LA TEORÍA

I.1 Trampa de liquidez y política monetaria

El análisis de la trampa de liquidez parte del estudio de la demanda global de dinero, considerado en su doble función: como principal instrumento de cambio para las transacciones, y como activo. Desde esta segunda vertiente, la remuneración implícita que perciben por el dinero quienes ahorran, renunciando al consumo presente, y el coste real que pagan quienes invierten o desean mantener liquidez, equivale a la cantidad de bienes futuros a la que renuncia quien consume una unidad de bienes actuales a un precio p . Con una tasa de interés r y un precio esperado p^e , suponiendo un sólo período de espera, tal cantidad viene dada por la fórmula: $(1 + r) \cdot (p/p^e)$.

Denominando i al tipo de interés e I^e a la inflación esperada (expresados en tanto por ciento), con cifras de un solo dígito aquella expresión se convierte aproximadamente en $(i - I^e)$. La tabla adjunta refleja el coste de la liquidez y la remuneración del ahorro en el entorno relevante:

i: Tipos de Interés						
Inflación^e	I^e:	0	1	2	3	4
	2	-2	-1	0	1	2
	1	-1	0	1	2	3
	0	0	1	2	3	4
	-1	1	2	3	4	5
	-2	2	3	4	5	6

En realidad, las curvas de oferta y demanda de dinero constituyen generalmente la contrapartida monetaria de las de demanda y oferta agregada real (AD y AS), en relación al nivel de precios (P), para cada cantidad de dinero. Por eso, las curvas IS y LM, referidas respectivamente a las economías real y monetaria, contienen simultáneamente su reverso: la demanda de inversión implica oferta de ahorro y la demanda de dinero

implica oferta de trabajo, productos y servicios –incluidos los servicios laborales (L)–. De ahí que en el modelo IS/LM dibujado en el Diagrama 1 la gráfica *a*, que relaciona el tipo de interés (*i*) con la renta (*Y*), resulte de la fusión de la gráfica *b*, que relaciona los tipos de interés con la cantidad de dinero (*M*), y la *c*, que relaciona los precios con la renta. En su zona normal, la curva de demanda agregada real tiene pendiente negativa –como la curva IS– porque cuando bajan los precios aumenta el cociente entre cantidad de dinero (*M*) y precios (*M/P*), lo que permite realizar mayor número de transacciones con el mismo numerario. O sea, en ausencia de trampas de liquidez, dada la cantidad de dinero, el descenso de los precios reduce la demanda de dinero, lo que hace descender los tipos de interés, y el abaratamiento del crédito hace posible la elevación de la inversión y de la renta. Al mismo tiempo, si aumentan las disponibilidades de dinero (de M_0 a M_1), baja el tipo de interés, el mercado monetario se desplaza hacia la derecha (de LM_0 a LM_1) y la demanda agregada se mueve hacia arriba (de AD_0 a AD_1), lo que hace avanzar el punto de equilibrio hacia la derecha (de E_0 a E_{1-2}).

Todo ello puede expresarse con un álgebra muy sencilla: suponiendo que en el corto plazo no se producen modificaciones en la velocidad de circulación del dinero (*v*), la identidad de la función cuantitativa del dinero ($Y = M \cdot v / P$) indica que si la cantidad de dinero en circulación se mantiene constante, un descenso de *P* equivale a un aumento de *Y*. Cuando el descenso afecta a los salarios, tal cosa sólo ocurrirá si el aumento del empleo (*L*) derivado de la nueva inversión es proporcionalmente superior al descenso de los salarios (o sea, si la elasticidad de la demanda de trabajo en relación al salario es superior a uno). Y lo mismo cabe afirmar de la demanda agregada global, en relación al nivel general de precios.

En ausencia de movimientos autónomos de los precios y los salarios, la política monetaria y financiera expansiva eleva también el cociente *M/P*, al aumentar su numerador y reducir el tipo de interés, posibilitando la elevación de la demanda agregada. Y lo contrario ocurre con la política restrictiva. Pero la posibilidad de que una política monetaria expansiva se materialice en un mayor crecimiento de la economía depende de que la reducción de los tipos de interés constituya un estímulo suficiente para la inversión. Desde una perspectiva nekeynesiana esto requiere que la economía no se encuentre en situación de pleno empleo de sus factores productivos –para que pueda aumentar la cantidad de trabajo, *L*– y que precios y salarios sean relativamente rígidos en el corto plazo (o sea, que los mercados no sean perfectos y no respondan automáticamente a los cambios), ya que si los precios se ajustasen automáticamente al aumento en la cantidad de dinero –que multiplica *M* por un factor, α –, en la identidad cuantitativa tanto el numerador como el denominador del segundo miembro aumentarían en la misma proporción ($Y = \alpha \cdot M \cdot v / \alpha \cdot P$), y la demanda agregada y la renta nacional real (*Y*) permanecerían constantes.

Por eso dice Krugman, parafraseando al malogrado Rudi Dornbush, que “hacen falta dos nominales para hacer un real”. La condición para que la política monetaria no resulte neutral y produzca efectos reales consiste precisamente en que una de las dos magnitudes nominales resulte “relativamente viscosa”, ofreciendo algún tipo de resistencia al ajuste respecto al cambio de la otra, de modo que ésta última ejerza tracción sobre aquella. Este es el caso de la situación a la que Keynes denominó “espejismo monetario”, que explica la paradoja de que la rigidez de los salarios a la baja cuando descienden los precios contribuya en determinadas circunstancias a la recuperación de la economía –frenando la caída de la demanda–, y, viceversa, que una escasa elevación de los salarios como respuesta a un fuerte aumento de la demanda de trabajo –o sea, una cierta rigidez de los salarios al alza– aumente el impacto sobre el crecimiento y el empleo de la política monetaria expansiva. Y de este mismo modo actúan los denominados “estabilizadores automáticos”, o sea, el aumento del déficit público por causa de la disminución de la recaudación fiscal y el aumento de gasto en

protección social, cuando el crecimiento de la economía se desacelera por debajo de su ritmo de pleno empleo o de crecimiento potencial.

Sin embargo, esto sólo ocurre cuando la desviación está causada por un problema de demanda –como la trampa de liquidez–, pero no cuando se debe a un problema de oferta –como los *shocks* del petróleo, que disminuyen la renta nacional–, ya que en este caso los “estabilizadores” desestabilizan, al compensar parcialmente a los agentes del impacto del *shock*, contribuyendo a dilatar el ajuste de sus rentas a las nuevas condiciones. En tales casos, la rigidez salarial dificulta la vuelta al pleno empleo, y la tarea de la política monetaria consiste en drenar la liquidez adicional proporcionada por los estabilizadores para desperdiciar a los agentes y obligarles a asumir las consecuencias negativas del *shock* (6).

Cuando la economía no se encuentra en situación de pleno empleo existe un margen para el crecimiento de la oferta y de la demanda agregadas al que se denomina *output gap*. En EEUU, el instrumento que se ha demostrado históricamente más efectivo para combatir los *shocks* de demanda que desvían a la economía de la senda de pleno empleo es la política monetaria. Los estudios de Romer & Romer (7) no dejan lugar a dudas acerca de la relevancia de la política monetaria para este propósito y la escasa apelación a la política fiscal para combatir las recesiones en Norteamérica durante el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial –así como acerca del velo ideológico que recubre la apreciación y desvalorización periódica de estas políticas (8).

Igualmente operativo es el margen de producción de que dispone la economía cuando existen oportunidades reales para mejorar la productividad en la utilización de los factores, elevando el ritmo de crecimiento potencial, como demostraron Brad Delong y Larry Summers a comienzos del pasado decenio. En este caso el problema se encuentra en el lado de la oferta. Cuando se detecta tal posibilidad, la política de fomento de la inversión privada y el aumento de la inversión pública necesaria para aumentarla no tienen porqué resultar incompatibles con la política de equilibrio presupuestario, aunque este objetivo debe contemplarse a medio plazo, puesto que el déficit inicial sólo se ve compensado más tarde, cuando se eleva el ritmo de crecimiento (9).

En EEUU, durante el pasado decenio el control del déficit y la aparición de superávit se consiguió sólo a partir del bienio 1997-98, cuando el crecimiento del PIB se situaba ya por encima del 4%, y probablemente su aparición fue prematura, porque el nivel de inversión pública distaba mucho todavía, según Stiglitz, de haber alcanzado su punto óptimo (10), lo que implica que la productividad esperada para la inversión privada se resintió a medio plazo por la ausencia de bienes públicos complementarios, y que la expansión de la demanda gravitó excesivamente sobre la elevación del consumo privado, desequilibrando en exceso la balanza comercial. Por lo que se refiere a los efectos de aquellas políticas, Dale Jorgenson considera miope esperarlos en el corto plazo: “La senda de transición para reencontrar un crecimiento equilibrado tras un cambio en las políticas que afectan a la inversión en activos tangibles requiere décadas, pero la transición después de cambios que afectan a la inversión en capital humano requiere un siglo” (11).

No son, por tanto, políticas que produzcan un rendimiento electoral, o que incidan sobre la rentabilidad inmediata de las empresas –ni, por esa misma razón, sobre su valor en bolsa–. Pero esto el inversor anónimo no lo sabe, ya que el mercado es imperfecto y la información asimétrica, de modo que la espectacularidad del cambio y su propia avaricia de una ganancia extraordinaria hacen de él presa fácil para los agentes del mercado de valores, interesados en la expansión de las transacciones, ya que sus ingresos dependen del volumen, y no de la rentabilidad que alcancen en el futuro las inversiones en que intervienen. O sea, los contratos con sus clientes son imperfectos porque actúan como

agentes del inversor –que es su “principal”– sin verse obligados a tomar en consideración los verdaderos intereses de éste. Del mismo modo, el inversor no puede asegurar por completo sus riesgos –porque el mercado de seguros es también imperfecto, dado que si pudiera hacerlo no tendría expectativas de conseguir beneficios extraordinarios–, por mucho que las agencias de calificación orienten su elección (12).

En cualquier caso, el ritmo de crecimiento de pleno empleo –llámesele crecimiento natural, potencial, tasa natural o tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) (13)– constituye una construcción teórica cuya apreciación por parte de los *policymakers* ha evolucionado casi tanto a impulsos del avance de la investigación económica rigurosa como de las modas y la proliferación de ideas aparentemente novedosas, aunque no siempre consistentes: en EEUU, durante los años cincuenta se registró un cierto equilibrio entre la preocupación inflacionista y la actividad real, que fue enjuiciada muy negativamente por los economistas monetaristas, pero cuya eficacia ha sido recientemente rehabilitada; durante los sesenta, la preocupación casi exclusiva fue el crecimiento, mientras que durante los setenta, tan pronto se abrazaba la opción en favor de la rápida expansión para escapar de la contracción como la de la radical intolerancia contra la más mínima inflación. A comienzos de los ochenta las políticas desinflacionistas adoptaron un tono especialmente agresivo, mientras que a partir de entonces se ha tratado de reencontrar el equilibrio entre la consecución del crecimiento real y el cuidado con el repunte de la inflación (14).

1.2 La relación entre inflación y crecimiento ¿Una nueva curva de Phillips?

El punto de partida para este nuevo equilibrio en la mezcla de políticas consiste en la constatación de que la inflación resulta dañina para el bienestar del consumidor porque eleva la variabilidad de los precios, reduciendo su capacidad informativa y la elasticidad de la demanda en relación a los mismos, induciendo a aquél a incurrir en errores al entablar relaciones con sus suministradores. Este juicio rompe con la consideración prácticamente neutral que tuvo la inflación cuando los economistas contemplaban la variabilidad de los precios exclusivamente desde el punto de vista de los procesos de asignación de recursos a través del mercado, ya que desde esta perspectiva tal variabilidad era el coste que se pagaba por la elevación de bienestar que experimenta el consumidor tras buscar con éxito las mejores opciones ofrecidas por el mercado –contemplado éste al modo *walrasiano*, como si fuera una lonja de pescado, sin relaciones estables de confianza entre consumidores y suministradores, sólo válido para asignar productos indiferenciados a través de la subasta–. En cambio, en mercados cada vez más sofisticados, el aspecto que resulta más relevante –y que se ve enfatizado en el análisis– es el contenido informativo de los precios actuales como orientación de los futuros.

Por esa razón, en contextos de bajos niveles de inflación las fluctuaciones de precios resultan especialmente dañinas (15). Esta constatación y la correspondiente preferencia de políticas macroeconómicas tendentes hacia la estabilidad de precios gozan hoy de amplia aceptación, ya que el efecto de contagio entre países y áreas económicas no ha dejado de aumentar en el tiempo, por mucho que a comienzos del siglo XXI pueda apreciarse todavía un cierto desfase en el énfasis puesto en los dos polos del binomio inflación-crecimiento entre ambas orillas del Atlántico, probablemente motivado por las diferencias en el calendario de la coyuntura cíclica, que es previsible se vean crecientemente armonizadas por el proceso de globalización.

Para que la posibilidad del crecimiento de la demanda de inversión derivada del estímulo de la política monetaria se materialice en forma de aumento de aquella hace falta que las perspectivas de crecimiento de la propia demanda agregada –de inversión y, sobre todo, de consumo– sean positivas durante el período previsto para la amortización de la

inversión, ya que de otro modo el crecimiento de la oferta agregada que se derivaría de un aumento de la capacidad instalada reduciría previsiblemente los precios futuros, lo que desaconsejaría materializar la inversión en el momento presente. Este tipo de situaciones en que la curva de demanda de inversión resulta inelástica respecto a los tipos de interés fue estudiado por James Tobin desde finales de los años cuarenta.

Una forma especialmente aguda de inelasticidad de la demanda se produce en el tipo de situaciones descritas por Fisher –y antes por Keynes– como “deflación de deuda” (16), en las que la caída de los precios hace aumentar el peso real de la deuda sobre los deudores, y si éstos se encuentran fuertemente endeudados –como suele suceder al estallar las burbujas de los mercados de valores o inmobiliarios– reducirán drásticamente su propensión a consumir. Además, si los balances de los bancos acreedores no están fuertemente capitalizados, el aumento de la morosidad les obligará a racionar el crédito, estrangulando la inversión (*credit crunch*), como ha venido sucediendo inexorablemente en todas las crisis financieras registradas a lo largo del pasado decenio, con la excepción de Japón, en donde la fuerte interpenetración entre bancos y empresas y la opacidad de sus balances hizo que aquellos siguieran prestando a las empresas de su grupo hasta que estalló la crisis bancaria de la segunda mitad de los noventa (17).

Las expectativas sobre la evolución de la inflación –asociadas a la percepción del desequilibrio futuro entre oferta y demanda– juegan en todo esto un papel tan relevante como la realidad, sólo contrastable esta última con carácter *ex post facto*. A comienzos de los setenta se pensaba que las expectativas eran adaptativas, como resultado de la simple extrapolación por parte de los agentes del promedio de la inflación observada en el pasado inmediato. Desde que Lucas y Sargent adoptaron la hipótesis de las expectativas racionales a comienzos de los setenta, es ésta la explicación que ha prevalecido en los grandes centros de decisión económica, desterrando la interpretación realizada a partir de la curva de Phillips, en que la inflación –provocada por la elevación de los salarios monetarios– se regulaba por el nivel de desempleo. Esta interpretación no sobrevivió a la coexistencia de altos niveles de inflación y de desempleo durante los años setenta, ni siquiera bajo su forma “aumentada-con-expectativas”, introducida por Friedman y Phelps a finales de los años sesenta, para tomar en consideración las expectativas inflacionistas y los salarios reales, en lugar de los nominales, en su definición de la NAIRU (18).

Sin embargo, el modelo de expectativas racionales ha resultado demasiado metafísico en un mundo real en el que la información y el conocimiento de los actores resulta limitado y frecuentemente sesgado. Mankiw y sus colaboradores han analizado las expectativas de inflación durante los últimos cincuenta años, constatando que los profundos desacuerdos entre los consumidores y los economistas profesionales ni siquiera han guardado una pauta regular a lo largo del tiempo. A veces los desacuerdos están relacionados con el nivel de la inflación; otras con las variaciones de ésta en términos absolutos –especialmente cuando la inflación es elevada–, y en otros casos con la variabilidad de los precios relativos. El modelo que mejor se adapta a la interpretación de estos cambios consiste en suponer que la información es rígida y que existe una cierta insensibilidad respecto a las noticias macroeconómicas más recientes (19).

La lentitud en la diseminación de la información sobre la inflación relevante de que disponen los agentes resulta especialmente cierta en el caso de los negociadores de los salarios, lo que explica en parte la dinámica de respuesta del empleo y la inflación frente a los movimientos exógenos de la política monetaria y la productividad: en ambos casos, el descenso de la inflación y la desaceleración de la productividad hacen caer el nivel de empleo por debajo de lo que sucedería en caso de información completa (ya que en este caso los empresarios no interpretarían el descenso de precios como caída de la demanda futura, y los asalariados admitirían menores salarios, con lo que la inversión y

el empleo podrían mantenerse). Pero con información incompleta, cuando cambia el ritmo de crecimiento de la productividad, la fijación de objetivos de rentas y salarios nominales ha resultado generalmente más efectiva que la de fijación de objetivos de precios de bienes y servicios. Basándose en el supuesto de que la rigidez proviene del ritmo de diseminación de la información, más que del de ajuste de los precios, Mankiw y Reis formularon en 2001 una nueva curva de Phillips y un modelo de ajuste de precios según el cual los procesos de desinflación no completamente previstos por los agentes tienen siempre efectos contractivos, ya que en este caso la inflación sí influye sobre el nivel de actividad y los efectos de la política monetaria registran considerables retrasos (20).

Para orientar la previsión de los agentes, muchos gobiernos comenzaron a adoptar objetivos de inflación durante los años setenta y ochenta, tarea que sería asumida durante el último decenio por los bancos centrales –cada vez más autónomos–. En lo que se refiere a la eficacia de estas políticas, Lawrence Ball ha encontrado evidencia de que las diferencias, en términos de estabilidad de precios, entre los países que fijan objetivos de inflación y los que no lo hacen resultan inapreciables, así como sus efectos discriminatorios sobre los resultados macroeconómicos, lo que se explica probablemente porque quienes dicen fijar sólo objetivos de tipos de interés –o de magnitudes monetarias, como hacía el Bundesbank (21)– son en realidad “fijadores encubiertos de objetivos de inflación” (*inflation targeters*) (22). El gobernador Gramlich de la Reserva Federal considera que existe consenso entre los investigadores que utilizan series temporales de inflación acerca de la contribución positiva de las políticas de fijación de objetivos de inflación durante la etapa de fuerte reducción de ésta (el período comprendido entre 1980 y 2002, en que el IPC de los países industrializados pasó de crecer a un ritmo del 12% a otro del 1,4% anual), aunque cuando se usan datos comparativos medios de inflación para el período 1994-2002 los países no fijadores de objetivos tuvieron todavía más éxito que los fijadores –probablemente porque tanto unos como otros “estaban persuadidos” de que había que reducir la inflación–.

Pero todas estas conclusiones se refieren a contextos en los que el principal problema consistía en la lucha contra la inflación, ya que ésta fue la preocupación predominante durante el último cuarto de siglo. Ahora, de lo que se trata es de mantener la estabilidad de precios, lo que no quiere decir inflación cero. Esto es así por una serie de razones: para dar margen de actuación a la política monetaria; para facilitar los ajustes de salarios; y para compensar la sobreestimación que hace de ella el IPC al no descontar muchas mejoras de calidad. Por eso, para algunos miembros del Consejo de la FED el umbral se sitúa en el 2,5% (23), que coincide con el objetivo marcado por el Gobierno británico, mientras que el BCE sitúa la estabilidad de precios en el 2%, que sería, además, el objetivo que maximiza la “utilidad esperada del consumidor representativo” (24).

Apoyándose sobre el estudio de Akerlof, Dickens y Perry (25) –según el cual con tasas de inflación entre el 1,5% y el 3% la tasa de desempleo desciende entre 0,5 y tres puntos porcentuales respecto a la NAIRU– la propuesta de *inflation targeting* más sofisticada es la del gobernador Bernanke del FRB (26), que situó la tasa de inflación óptima a largo plazo (*optimal long-run inflation rate*, u OLIR) en el 2%, lo que no significa que ése deba ser el objetivo establecido por el FOMC en cada circunstancia concreta, marcada por las características de la situación cíclica por las que atraviesa la economía, que exigen modular el objetivo al alza o a la baja en el corto plazo. De ahí que la adopción de un objetivo de inflación orientado por la OLIR significa en la práctica, según la propuesta de Bernanke, que la FED se comprometería públicamente –mediante una declaración ante el Parlamento– a alcanzar ese objetivo “en un período de diez años, a partir de dentro de tres”.

El actual subsecretario del Tesoro tradujo todo esto a una regla práctica que lleva su nombre –la “regla de Taylor”–. La regla establece que el tipo de interés real neutral es de dos puntos. La política monetaria debe modificarlo en el mismo sentido que las desviaciones de la inflación –respecto al objetivo de estabilidad de precios– y que las desviaciones del ritmo de crecimiento del PIB –en relación a su tasa de crecimiento potencial–, moviéndose 1,5 veces por encima de la desviación del crecimiento del PIB y/o de la inflación (27). Esto es, si la estabilidad de precios se sitúa en el 2% y el PIB crece a su ritmo potencial, el tipo de interés neutral es 4%. Cuando la tasa de crecimiento del PIB se sitúa un punto por debajo de su tasa potencial y la inflación un punto por debajo de la estabilidad, el tipo de interés nominal debería reducirse en tres puntos y situarse en el 1% –y viceversa cuando las desviaciones de un punto son al alza, situando los tipos en el 7%–. Cambios tan violentos de los tipos de interés relacionados con cambios aparentemente tan modestos en el ritmo de la inflación y el crecimiento no suelen ser previstos por los hogares y las empresas y pueden llegar a desestabilizar sus finanzas. De ahí la importancia que se atribuye actualmente a la estabilidad de una y otro.

I.3 Es más fácil prevenir que curar la deflación

Simplificándolo mucho, el marco conceptual ortodoxo de la política monetaria consiste en la combinación de dos curvas: la de Phillips y la de Okun. La primera de ellas postula la existencia de una relación entre inflación y tasa de desempleo. La segunda indica el crecimiento del PIB que cabe esperar de una disminución de la tasa de desempleo. En el largo plazo, la política monetaria no influye directamente sobre el crecimiento ni sobre el empleo, sino tan sólo sobre el nivel de inflación, y su objetivo consiste en lograr la estabilidad de precios (28). Suponiendo que en el largo plazo la economía tiende a crecer al ritmo “natural” permitido por el aumento de la capacidad productiva y de los factores disponibles –especialmente la cantidad y calidad de los recursos humanos– y por el crecimiento de la productividad –impulsada por el avance tecnológico–, en el corto plazo, sin embargo, múltiples incidentes tienden a desviarla de esa senda “natural” porque los precios no se adaptan inmediatamente a tales incidentes (*shocks* o sorpresas).

Según esta interpretación, los cambios en la inflación se deben a que la economía no crece a su ritmo natural: si crece más y el desempleo se reduce por debajo de su tasa natural (denominada NAIRU), aumenta la inflación; y viceversa, si crece menos y aumenta el desempleo, la inflación se reduce. Bajo un régimen de estabilidad monetaria esto último puede deberse a *shocks* que separan momentáneamente a la economía de su senda de crecimiento tendencial, a la existencia de factores institucionales que lo obstaculizan con carácter estructural, o a una mezcla de ambos: *shocks* permanentes que requieren cambios institucionales y frenan el crecimiento mientras tales cambios no se llevan a cabo. En puridad, la política monetaria sólo resulta efectiva en el primer supuesto y su papel consiste en tratar de recuperar la senda natural del crecimiento, empleando para ello las propiedades estimulantes o calmantes que Krugman atribuía a la función de oferta de dinero –incluyendo entre estas últimas la pasividad o la restricción monetaria cuando la economía recibe *shocks* de oferta, evitando políticas acomodaticias o compensatorias, y neutralizando el efecto de los estabilizadores automáticos, que contribuyen a retrasar el ajuste por parte de los agentes–.

La curva de Phillips mide la relación entre las magnitudes nominales (precios y salarios nominales, influidos a su vez por las magnitudes monetarias) y el desempleo, señalando la dirección a seguir. La ley de Okun sirve como guía orientativa para modular la intensidad de esta política, al indicarnos cuanto crecimiento podemos esperar de una determinada reducción del desempleo, ya que si sobrepasamos la tasa de crecimiento correspondiente a la plena utilización de la capacidad instalada –o a la tasa de desempleo NAIRU– aumentará la inflación y ésta acabará minando el crecimiento, que se situará por debajo de su ritmo potencial (29).

Pero la NAIRU no es más que una estimación teórica y no resulta directamente observable; además, cambia con el tiempo y sus cambios no resultan fácilmente previsibles, de modo que difícilmente puede ser empleada como termómetro de actuación por la autoridad monetaria –la FED en EEUU, y más concretamente en el Comité Federal de Mercado Abierto (el FOMC). Gordon y Eller (30) han demostrado –aunque *ex post facto*– que la NAIRU y la relación de Phillips siguen vigentes. Es más, su concepto de la TV NAIRCU (o tasa de utilización de la capacidad no aceleradora de la inflación, variable en el tiempo) viene a ser la fusión de las curvas de Phillips y Okun en orden a medir el grado de “tirantez” con que se mueve la economía.

Ésta parece ser la vía más fecunda para la reconstrucción de la curva de Phillips en un sentido neokeynesiano (NKPC), desde el lado de la oferta, en la que los movimientos de la inflación resultan gobernados por los de los costes marginales, determinados a su vez en buena medida por los de los costes laborales unitarios –sobre los que influye el margen monopolista de los mercados de trabajo (*wage markup*)–, y por los de capital, cuyas fluctuaciones dependen del nivel de utilización de la capacidad y pueden estimarse mediante una *output gap proxy* –como las empleadas por Okun–. El modelo –puesto a punto por Jordi Galí y Mark Gertler (31)– ha permitido explicar razonablemente la dinámica de la inflación en EEUU, el Reino Unido y Australia, países en los que la principal fuente de rigideces nominales no proviene de los salarios, sino de los precios (32), justamente lo contrario de lo que ha venido ocurriendo en Europa, en donde la curva de Phillips resulta igualmente vigente, aunque el concepto de la NAIRU resulte mucho más cuestionable para orientar la política monetaria (33).

De la definición de objetivos e instrumentos de la política monetaria se deduce claramente su limitación para combatir recesiones profundas acompañadas por caídas del nivel general de precios. Tal debilidad se debe a que, en general, los tipos nominales de interés del dinero no pueden ser negativos, siendo así que para combatir tales recesiones y relanzar la inversión y/o el consumo, en ocasiones hace falta aplicar tipos reales de interés negativos, como sucede en la tabla con que comienza este trabajo cuando las expectativas de inflación son del 2% y el tipo de interés nominal alcanza su límite cero –algo que está a punto de ocurrir en EEUU según las declaraciones del gobernador Bernanke, de la FED. Porque la deflación impide que podamos llevar la política monetaria hasta el punto adecuado: en aquella tabla, con una perspectiva de descenso de los precios del 1%, el tipo de interés real no puede bajar del 1% (y, en general, del ritmo esperado de deflación, cambiado de signo).

En tal caso, las recesiones severas tienden a convertirse en espirales deflacionistas, como indica el trabajo de Krugman del mismo título (34), porque la perspectiva continuada de descenso de los precios incita al público hacia una preferencia generalizada por la liquidez. En esta situación el dinero resulta intercambiable por los bonos como forma de colocación del ahorro, de modo que ulteriores reducciones de la demanda agregada retroalimentan la caída del nivel de precios, desincentivando nuevamente el consumo y la inversión y estimulando el ahorro, aunque no se disponga de bonos ni de otras colocaciones atractivas para el dinero, al que las caídas de precios ya remuneran suficientemente en términos reales y de forma automática.

W.H. Buiter y Nicolaos Panigirtzoglou (35) han estudiado la correlación entre el nivel y la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y evaluado el impacto que han tenido las políticas macroeconómicas practicadas durante las últimas décadas, tendentes a conseguir bajos niveles de inflación, sobre la reducción y la estabilidad de los tipos de interés. Tal correlación resulta ambigua: es elevada cuando se analizan los datos comparativos de corte transversal, aunque no aparece cuando se examina la evidencia histórica del Reino Unido. Pero aun admitiendo tal correlación, las actuales políticas

macroeconómicas tendentes a lograr una inflación baja no pueden eliminar por completo el riesgo de *shocks* o sorpresas deflacionistas –ya que la volatilidad de precios puede volver (36)–, situando en cambio el nivel deseado de precios muy próximo a cero, que es precisamente el punto a partir del cual los instrumentos de política monetaria resultan estériles, porque el negocio bancario cesa –aunque no lo haga el ahorro– cuando no se puede percibir interés por el dinero prestado.

Como la neutralización de la eficacia de la política monetaria se debe a la imposibilidad de aplicar intereses negativos, Buiter y Panigirtzoglou examinaron también la creación del tipo de dinero propuesto en su día por Silvio Gesell (37), cuya conservación implica el pago de un impuesto. Se trata de una forma de numerario canjeable o sujeto a resello periódico, previo pago de una tasa, lo que viene a ser un dinero cuya conservación se remunera con interés negativo –algo similar a lo que ocurrió en la España del siglo XVII, aquejada de una descomunal trampa de liquidez propia de las sociedades de rentistas, en donde el resello y la desvalorización periódica del vellón cumplieron esa misma función– (38). El estudio evalúa con toda justificación los elevados costes administrativos y de transacción de un instrumento de este tipo, pero llega a la conclusión de que cuando una economía ha caído en una trampa de liquidez no le quedan más que dos opciones: confiar en la aparición de *shocks* de exceso de demanda –bien externos, bien provocados por políticas fiscales abiertamente expansionistas–, o introducir un tipo de interés negativo sobre la conservación del dinero –un impuesto–. Esta medida ayuda tanto a evitar caer, como a salir de la trampa de liquidez. La primera, en cambio, fue la adoptada por Japón durante el último decenio, con escaso éxito. Para Krugman, el fracaso se debe a la tardanza en actuar y a la incapacidad del gobierno japonés para establecer públicamente un objetivo de inflación suficientemente elevado y para llevarlo a cabo utilizando una política agresiva de *fiat money*.

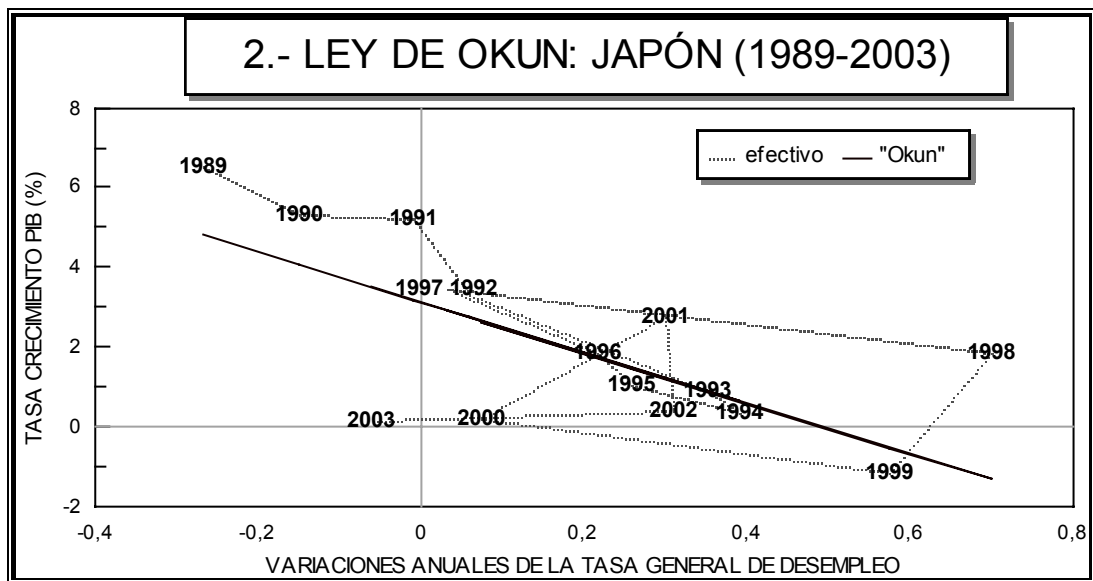
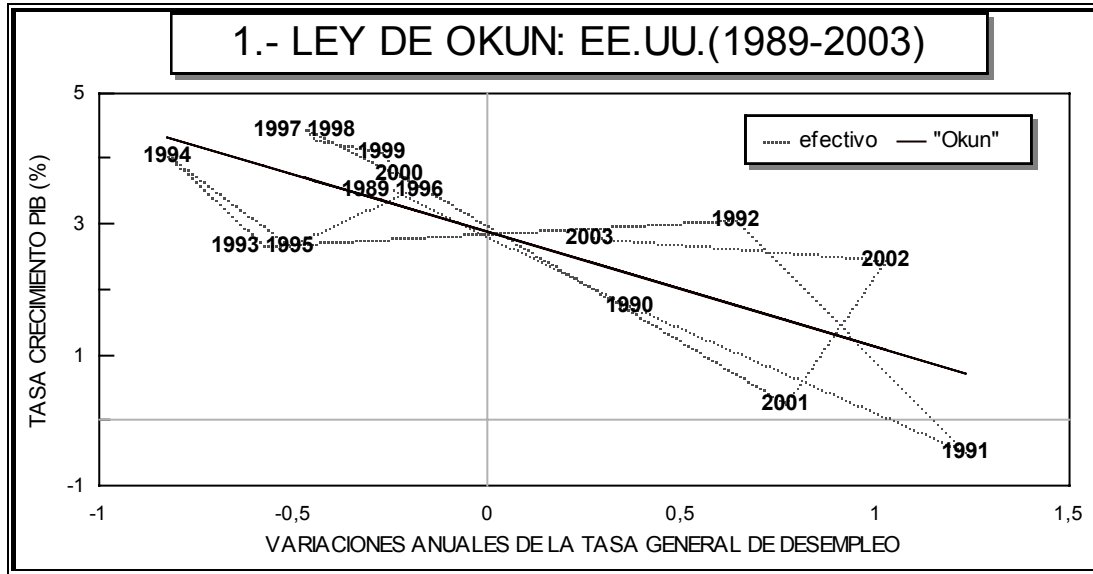
Desarrollando y dinamizando el modelo de Krugman, Eggertsson y Woodford (39) han explicado el estancamiento o el crecimiento subóptimo de la economía japonesa durante el pasado decenio y diseñado una “política monetaria óptima” que minimiza el anuncio de objetivos de inflación por parte del gobierno –lo que implica coexistir con la amenaza de inflación cero o de deflación, y admitir la pérdida de eficacia de la política monetaria convencional– pero trata en cambio de comprometer al Gobierno de forma creíble con una política capaz de generar expectativas de mantenimiento de bajos tipos nominales de interés durante un período dilatado y hace intervenir al Banco Central en el mercado empleando instrumentos no convencionales:

- a) Ofreciendo garantías a los inversores de que los tipos de interés a corto plazo serán en el futuro más bajos que sus expectativas actuales.
- b) Modificando la oferta relativa de valores –como las letras del tesoro y los bonos– en el mercado secundario variando la composición del balance del banco central.
- c) Aumentando el tamaño del balance del banco central por encima del nivel necesario para la política de fijación de tipos de interés cero (*quantitative easing*, o “relajación cuantitativa”) (40).

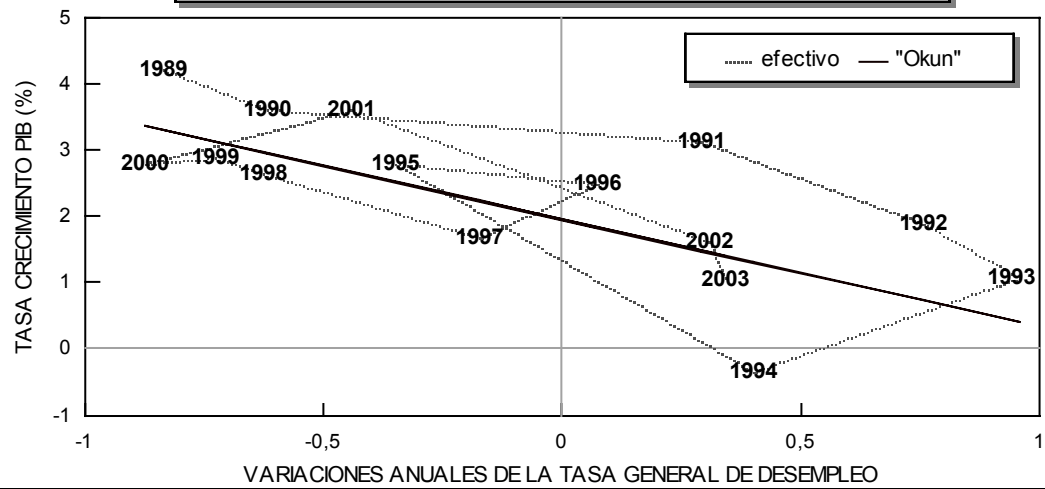
Todo ello con el fin de lograr que la política de lucha contra la trampa de liquidez –y sólo en menor medida contra la deflación– coexista con el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

A parecidas conclusiones llegaron Ball, Mankiw y Reis en su reformulación de la política monetaria desde una perspectiva neokeynesiana (41), según la cual la política monetaria óptima consiste en mantenerse firme en la formulación y la aplicación de objetivos explícitos de estabilidad de precios a medio plazo, aplicando esta política, sin embargo, de forma flexible en cualquier dirección –esto es, al alza o a la baja– tan pronto se presentan *shocks* de demanda agregada y/o de productividad. Porque, si durante los

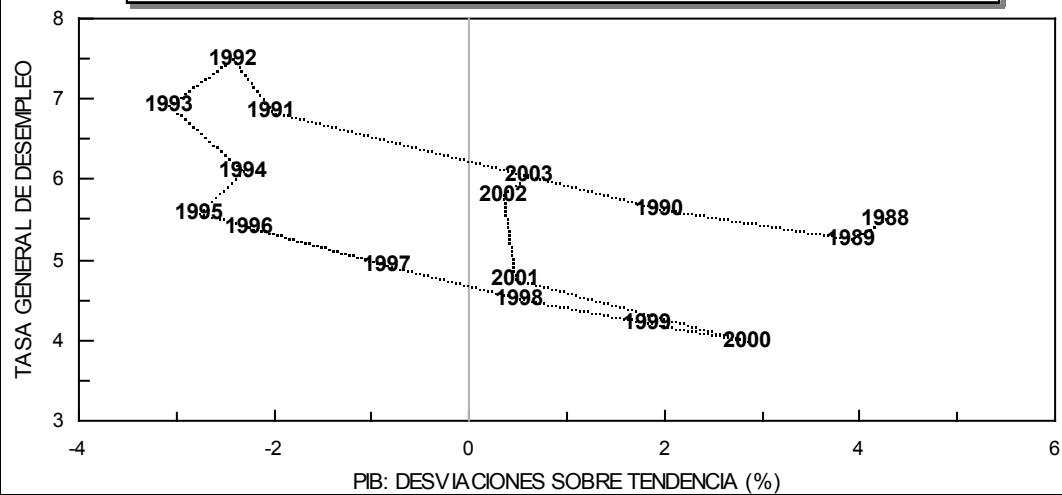
últimos treinta años los gobiernos y las autoridades monetarias se dedicaron a crear instrumentos de lucha contra la inflación, el futuro les exige más bien aprender a crear “el nivel deseado” de inflación.

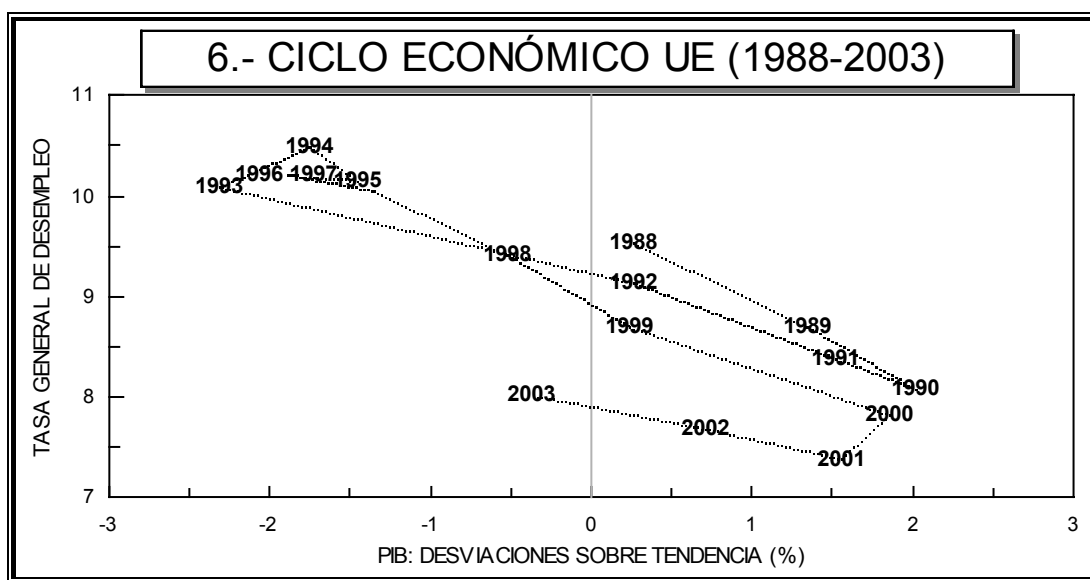
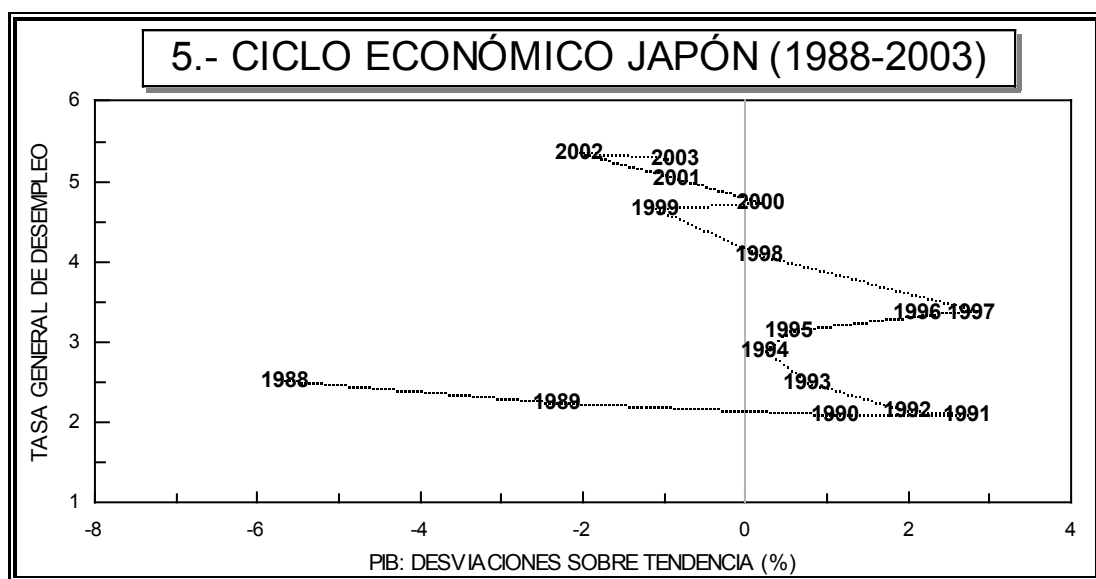


3.- LEY DE OKUN: UE (1989-2003)



4.- CICLO ECONÓMICO EE.UU. (1988-2003)





II. ¿EXISTE UNA AMENAZA REAL DE TRAMPA DE LIQUIDEZ EN EL G-3?

En el debate al que se hizo referencia al comienzo de este trabajo, Lawrence Ball afirmó jocosamente que “hablar sobre el riesgo de trampa de liquidez en Japón es algo así como hablar del riesgo de mortalidad de una persona cuando ya está muerta... porque Japón ya está atrapado en ella”. Evaluar si esa misma amenaza se cierne sobre el G-3 exige analizar –siquiera sea de forma sucinta– la evolución del último ciclo económico de alcance medio (42). Los gráficos 1 a 3 representan la relación entre las variaciones anuales de la tasa de desempleo y las tasas de crecimiento del PIB americano, japonés y europeo desde 1988 hasta 2003 (43), relación que se conoce como “ley de Okun”. Para el período anterior a 1960, Okun observó que una variación de un punto en la tasa porcentual de paro producía otra en sentido contrario de más de tres puntos en el PIB norteamericano (44). En 1996, con datos retrospectivos desde 1960, este impacto se había reducido a dos puntos, pero la relación entre una y otra variable ha sido considerada tradicionalmente como una de las ideas más consistentes en economía (45).

En realidad, sin embargo, la relación entre los cambios en el PIB y en la tasa de desempleo durante los últimos cuarenta años del siglo XX muestra grandes diferencias entre países: un punto de PIB significó una reducción de la tasa de desempleo de tan sólo 0,12 puntos en Japón pero de 0,82 puntos en Holanda, situándose EEUU en la zona intermedia, con 0,52 puntos (46). Una simple regresión entre los datos del G-3 reproducidos en nuestros tres primeros gráficos indica que durante los últimos quince años los coeficientes Okun de Japón, EEUU y la UE habrían sido de 0,12, 0,34 y 0,45, lo que implica que un punto de reducción de la tasa de desempleo requiere actualmente aumentos del PIB del 6,3%, del 1,8% y del 1,6%, respectivamente –que se corresponden con las pendientes negativas de las rectas “Okun” dibujadas en los gráficos 1 a 3–. Todo ello a partir de unos umbrales o tasas mínimas de crecimiento del PIB, por debajo de los cuales las economías ven aumentar la tasa de paro a aquel mismo ritmo. Estos umbrales se situarían actualmente en el 3,1% en Japón, el 2,9% en EEUU y el 1,9% en Europa –que coinciden con la altura a la que las rectas Okun cortan al eje vertical en los mismos gráficos–.

En los gráficos 4 a 6 se han representado las relaciones entre la tasa general de desempleo (no sus variaciones) y las desviaciones porcentuales anuales del PIB respecto a la tendencia lineal observada durante el período más reciente (1988-2003), para dar cuenta de las fluctuaciones cíclicas. En general, las dos series de gráficos sirven para ratificar buena parte de las apreciaciones con las que está bien familiarizada la opinión pública:

- En primer lugar, durante los últimos quince años las tasas medias de paro de la UE (9%) y de EEUU (5,6%) han sido un 160% y un 65% más elevadas que las de Japón (3,5%).
- En cambio, la tasa de paro japonesa no dejó de aumentar desde 1991, mientras que las otras dos áreas aprovecharon la recuperación de la segunda mitad del decenio para reducir sustancialmente sus tasas de desempleo.
- En la UE y EEUU se percibe perfectamente la relación entre las fluctuaciones del indicador de actividad y la tasa de desempleo a lo largo de los dos bucles cíclicos que tienen sus crestas en 1988-90 y 2000-01 y sus valles –hasta ahora– en 1992-94 y 2003 (con un adelanto de uno o dos años en Norteamérica). Durante el quinquenio 1995-2000, la tasa de paro de la UE (9,4%) se situó todavía por encima de la media del período completo representado en los gráficos, mientras que la de EEUU se redujo hasta el 4,8%; en cambio, en el último trienio las tasas convergieron, hasta situarse en el 8% y el 5,7%, respectivamente.
- En el caso de Japón, las crestas y valles sólo coinciden con el resto del G-3 en 2003 y en todo este período apenas se percibe el impacto de la “ley de Okun”, ya que el desempleo no resulta sensible a las fluctuaciones del PIB. En los gráficos 1 a 3 esto se materializaba en una gran concentración de puntos en el cuadrante superior derecho, en torno al eje de crecimiento cero, en el caso de Japón, frente a una distribución equilibrada en el de Europa y otra abiertamente sesgada hacia el cuadrante superior izquierdo, en el caso de EEUU.

II.1 La quiebra de la “ley de Okun” en Japón

Todo parece indicar que el coeficiente Okun extremadamente bajo de Japón se debe a la tradicional rigidez del mercado de trabajo en sus grandes empresas –o *keiretsus*–, que hasta estos últimos años venían internalizando las fluctuaciones del desempleo, manteniendo a sus trabajadores contratados, aunque subempleados, durante las fases de baja cíclica, a la espera de la reactivación, para ahorrar costes de reclutamiento y

aprendizaje, sistema que proporcionó ventaja competitiva hasta finales de los años ochenta, en que la economía japonesa llegó a funcionar con tasas de paro próximas al 2%. Aoki construyó un modelo interpretativo de la empresa japonesa (empresa J) según el cuál esta ventaja provenía de la resolución del problema de agencia a través de la cooperación horizontal, que en determinadas circunstancias históricas y en ciertos sectores resultó más eficiente que su tratamiento bajo la modalidad jerárquica vertical (empresa H) típica del sistema de gestión y dirección norteamericanos (47).

El cambio estructural, el brusco aumento de la productividad y la maduración de muchos mercados industriales en un contexto de globalización económica hizo que el modelo resultara inviable. El propio Aoki había previsto que la mayor eficacia del modelo americano de gestión en ciertos sectores acabaría imponiéndose en Japón –al modo evolucionista– siempre que se abriese el mercado corporativo a la libre competencia y se permitiese la absorción de empresas japonesas por americanas –o, más bien, por empresas del modelo H– (48).

Esto sucedió tras la lenta y tardía reacción japonesa frente a la crisis durante la primera mitad del decenio, que obligó a realizar el ajuste a base de quiebras de empresas (algunas de las cuales acabaron siendo absorbidas o se fusionaron con grandes corporaciones americanas y europeas). El traumatismo de esta experiencia ha acabado provocando medidas de flexibilización del mercado de trabajo, de modo que las empresas disponen ahora de mayor margen de maniobra para controlar sus niveles de productividad a lo largo del ciclo económico, si es que finalmente se recupera una senda de crecimiento, aunque no libre de fluctuaciones (49). La contrapartida a este abandono del modelo de “empleo de por vida” (50) explica el continuo aumento del desempleo entre 1991 y 2003 (gráfico 5), mientras los costes del ajuste consumían todo el crecimiento potencial del PIB, que se estancó durante el último quinquenio, como se observa en el gráfico 2.

El futuro dependerá del tiempo necesario para completar el ajuste industrial y, sobre todo, el del sector financiero –fuertemente comprometido y entrelazado con el sector productivo–, que se vio naturalmente arrastrado por el deterioro generalizado de los balances de las empresas y por el sistema de transferencias cruzadas entre recursos de empresas sanas y empresas en crisis dentro de los *keiretsus* (51).

II.1.1 Demografía y ahorro: el “excepcionalismo” japonés

A ello vino a añadirse el aumento de la insolvencia de las familias tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y financiera en 1991. Los particulares se habían endeudado fuertemente –al calor de los bajos tipos de interés facilitados por la elevada tasa de ahorro– para adquirir activos inmobiliarios y acciones durante los ochenta. Unos y otros duplicaron su valor entre 1986 y 1990, lo que se explica totalmente por el aumento de rentabilidad de los activos inmobiliarios de uso comercial en el contexto de fuerte crecimiento del PIB (cuyas tasas se mantuvieron en este período entre el 4% y el 6%), pero sólo a medias en el caso de las acciones, en relación a los beneficios de las empresas. Fueron éstas las que cayeron primero, y el estancamiento hizo caer también el valor de la tierra: las acciones volvieron en 1993 a su cotización de 1986; los activos inmobiliarios lo hicieron en 1995; y las minusvalías en los patrimonios familiares provocaron una fuerte elevación de la morosidad. A todo ello hay que agregar la “sorpresa” del aumento del desempleo –que resultaba imprevisible en el antiguo contexto del mercado de trabajo–.

Así es como cayó Japón, más que en una trampa de liquidez, en una trampa de deuda –o de deflación con deuda–, en la que participan tanto las familias, como las empresas y el Gobierno lo que, unido al descenso de los precios –retroalimentado ahora por el aumento de la productividad–, produce un cuadro típico de “deflación de deuda” como los descritos

por Keynes y Fisher. De modo que los problemas de la economía japonesa no pueden limitarse, ni mucho menos, a la incapacidad de la autoridad monetaria para gestionar toda esta coyuntura dramática, porque, como se señala más adelante, la política monetaria sólo puede acompañar, pero no sustituir, a la de ajuste estructural para hacer frente a los cambios profundos y permanentes que experimentan la demografía, la tecnología y los mercados, tanto domésticos como globales.

La “peculiaridad” de la elevada tasa de ahorro japonesa –que había venido considerándose como una idiosincrasia del modo de vida nipón, relacionada con la institución de la herencia– renovó el interés por los estudios sobre las relaciones entre ahorro, demografía y crecimiento. El principal resultado de estos estudios ha consistido en la recuperación de la teoría del ciclo de vida del ahorro, formulada hace ya casi medio siglo por Modigliani y Brumberg, actualizándola para tomar en consideración la dinámica del cambio demográfico y las diferencias espaciales de tipos y características del grupo familiar (52).

A partir de esta renovación ha podido verificarse que la aparente anomalía de la tasa de ahorro registrada durante el decenio de los ochenta se explica en realidad por la teoría de Modigliani y Brumberg, que resulta consistente también con la fuerte caída en la propensión al ahorro de la familia mediana japonesa durante los años noventa, consecuencia de la evolución demográfica y del derrumbe de la productividad total de los factores productivos (53). Este cambio ya había sido detectado a mediados del decenio, pero ha permanecido parcialmente enmascarado hasta ahora por la gran heterogeneidad de las tasas de ahorro entre los diferentes estratos demográficos (54).

La caída de la productividad, por su parte, se explica por la enorme rigidez del mercado de trabajo en las grandes empresas, que hizo derrumbarse la productividad del trabajo durante la etapa recesiva. El subsiguiente endeudamiento de las empresas para hacer frente a las pérdidas hundió adicionalmente la productividad del capital, dando lugar enseguida a una enorme oleada de quiebras que llegó a consumir entre 1997 y 1998 más del 3% del PIB anual. En el futuro, parece que los mismos factores que produjeron elevadas tasas de ahorro durante los años ochenta contribuirán a producir pautas de ahorro similares a las norteamericanas y, si el crecimiento de la productividad se recupera, los tipos de interés podrán permanecer razonablemente bajos durante los próximos veinte años (55).

II.1.2 El “fracaso” de la política reactivadora

Krugman calificó de tímida la política económica aplicada para hacer frente a la crisis japonesa. La causa de esta timidez sería imputable al miedo del Gobierno a adoptar políticas e instrumentos que contradecían abiertamente la ortodoxia imperante en las instituciones financieras internacionales y en los mercados. El Gobierno vio caer sus ingresos fiscales y aumentar el gasto corriente, con la consiguiente elevación del déficit, que ya se situaba en torno al 25% del gasto total entre 1995 y 1997 y ascendió rápidamente hasta situarse en el 45% entre 1999 y 2003. Se trataba simplemente de la manifestación de los estabilizadores homeostáticos que acompañan a toda crisis –y más si ésta es profunda y duradera–. Pero, en lugar de dejarlos actuar automáticamente, el Gobierno japonés se empeñó en esterilizar el efecto expansionista del gasto emitiendo bonos y aumentando la presión fiscal.

Algo similar había sucedido con la política reactivadora basada en grandes programas de gasto público durante la primera mitad del decenio, que consistió en siete paquetes que en la mayoría de los casos no significaron realmente fuertes elevaciones de la inversión, sino simples reordenaciones del gasto previsto, aunque sirvieran para justificar la emisión de bonos, destinados realmente a financiar el déficit corriente, cuyas perspectivas a largo plazo son todavía más negativas por causa del déficit previsible en el sistema de

seguridad social, dado el envejecimiento, que es el mayor de los países industrializados. Desde esta perspectiva resulta cuestionable la tan traída queja de que los programas reactivadores basados en la inversión pública no funcionan en Japón. De hecho, de entre el conjunto de 120 billones de yenes gastados en “paquetes reactivadores”, el único “paquete” real aplicado por el gobierno fue el de septiembre de 1995, que supuso una inyección de inversión adicional del 1,6% del PIB y que sí funcionó, traduciéndose en la reactivación subsiguiente (56). Pero ésta no fue duradera porque la política no fue perseverante ni acometió las imprescindibles reformas, de modo que prevaleció la tesis contraria, favoreciendo la pasividad política, la fuga de capitales, la degradación del yen y una política mercantilista que, de perseverar en ella, acabaría conduciendo a estrategias de “suma cero” en Asia, lo que trae a la memoria las peores imágenes del pasado (57). En cambio, la evidencia disponible indica que los intereses a largo plazo de los tres superpoderes del Pacífico (EEUU, Japón y China) se encuentran más bien en estrategias cooperativas –no sólo en el terreno económico, pero también en él– (58).

La principal consecuencia de financiar con bonos el desequilibrio del gasto corriente fue amasar un “monte Fuji” de deuda pública que se sitúa actualmente en el 160% del PIB y es más de quince veces superior a los ingresos fiscales, que ya se destinan en un 60% a hacer frente a los intereses, dejando escaso margen para cualquier otra política e introduciendo incertidumbre acerca de la amenaza de suspensión de pagos, ampliamente difundida por las agencias calificadoras (59). Esto viene a añadirse a la incertidumbre sobre la solvencia futura del sistema de bienestar, que se refleja en un adelanto del ciclo de vida del ahorro “por razones de precaución”, especialmente en los hogares que no reciben transferencias ni esperan la herencia paterna (60). Precaución que se ha visto estimulada por el anuncio reciente de que los fondos de pensiones de las empresas se encuentran infracapitalizados y que su dotación absorberá buena parte de los beneficios empresariales durante el próximo decenio (61).

Sin embargo, el problema del tamaño de la deuda pública sólo se refiere a la emitida por el Gobierno, que en parte ha sido adquirida –también “por precaución”– por los gestores de la Seguridad Social y otras instituciones. Cuando se descuenta este efecto, la deuda neta soportada por el sector público equivale, según la OCDE, al 72% del PIB, lo que resulta elevado en términos comparativos, pero soportable en un contexto de crecimiento económico. El problema consiste precisamente en que todos estos programas no han conseguido todavía dinamizar el crecimiento porque el efecto multiplicador que en otras circunstancias pudiera haberse derivado del aumento de gasto público se vio neutralizado por el efecto tampón de la adquisición de deuda por esas instituciones. Además, la fuerte preferencia por el ahorro del 12% de las familias con rentas superiores (cuyo comportamiento explica el 75% del ahorro del país (62)) absorbía la masa restante de deuda y terminaba de esterilizar el efecto multiplicador de los programas de inversión.

Por lo que se refiere al BoJ, su actuación, más que de tímida, puede calificarse de recalcitrante. Y no es que el Banco haya dejado de aplicar la regla de oro de la política monetaria –que consiste en combatir la recesión con descensos de los tipos de interés, siempre que no se vislumbren amenazas inflacionistas–, sino que lo ha hecho con lentitud y desgana, controlando estrictamente las magnitudes y tratando además de que su actuación pasara inadvertida, pretendiendo evitar, sobre todo, generar la más mínima expectativa inflacionista, que es precisamente lo contrario de lo que convenía hacer. La reducción del tipo de interés desde el 6% hasta el 0,5% no se hizo con rapidez, sino que se realizó paulatinamente a lo largo del período 1991-1995. A partir de 1998 el Banco forzó al tipo de interés interbancario a situarse prácticamente en el 0,5%, reduciéndolo enseguida hasta el 0,25%, para llevarlo prácticamente a cero en diciembre de 1999. Pero el gobernador Masaru Hayami –que dirigió el BoJ entre 1998 y 2003– se encargó de neutralizar el efecto de estas políticas anunciando que estaba dispuesto a invertir la tendencia monetaria tan pronto ésta causase el menor efecto real.

II.1.3 Política monetaria versus reforma institucional

Ciertamente, la pauta de conducta del BoJ perseguía obligar al sistema político a asumir sus propias responsabilidades y acometer las imprescindibles reformas estructurales, sin las que los efectos de la política monetaria no podían ser duraderos –ni los de la política presupuestaria, como quedó demostrado con las bengalas o arranques fallidos de 1996 y 2000–. Además, la separación entre las autoridades monetaria y financiera –situada ésta en la Agencia de Servicios Financieros (FSA)– y la incomunicación y falta de colaboración entre el Gobierno y estas dos autoridades dificultaba considerablemente acometer el saneamiento de la banca, que sigue siendo la gran reforma pendiente, porque el anterior titular del BoJ estaba persuadido de que, sin un sistema crediticio eficiente, el sistema de transmisión monetaria tampoco podía funcionar.

Tras el cambio de liderazgo en el viejo Partido Liberal Democrático (PLD) que gobierna casi interrumpidamente el país desde 1956, la llegada al gobierno de Junichiro Koizumi en abril de 2001 abrió un portillo a la esperanza en el cambio de políticas, aunque la carga del pasado y el difícil equilibrio dentro de su partido hacían dudar de que dispusiera de suficiente margen de maniobra para aplicar su programa de reformas, que se vio favorecido, sin embargo, por una política de ampliación de las magnitudes monetarias por parte del BoJ, enfrentado a la agudización de la crisis bancaria (63). En el año y medio transcurrido los signos de cambio han sido mixtos: frente a las promesas de abandono de la política tradicional de estímulos presupuestarios ejecutados a través de la Corporación de Carreteras y de la Caja Postal, dominados en última instancia por el clientelismo partidario, el déficit provocado por las políticas inertes no ha dejado de aumentar; frente al compromiso de dejar morir en la quiebra a las empresas “*zombies*” –que arrastran con su competencia destructiva a las empresas eficientes– aparece la demora en acometer la reestructuración bancaria, cuyos balances se ven inexorablemente arrastrados por el achatarramiento de muchos de sus activos industriales y las correspondientes anulaciones de deuda (*write-off*); y, frente a la promesa de mayor competencia y desmantelamiento de la vieja política industrial mercantilista, el BoJ no ha dejado de intervenir en los mercados para frenar todo eventual ascenso en la cotización del yen.

En el otoño de 2003 todo esto parece haber empezado a moverse en la buena dirección. El nombramiento de Toshihiko Fukui al frente del BoJ en marzo pasado ha abierto el camino para el cambio de política monetaria, destinando la inyección de dinero a recapitalizar los bancos en crisis, una vez enviadas a la quiebra las empresas ineficientes –aunque surjan dudas de si bajo tal cobertura no se estará condonando también deuda a estas últimas– (64). El caso de Resona –el quinto mayor banco japonés– es único en la historia por cuanto por primera vez los accionistas no pierden su dinero al acudir el gobierno con fondos públicos al rescate de un gran banco –en combinación con el BoJ y la FSA–, lo que ha permitido lanzar la señal de una política beligerante para combatir la aversión al riesgo, nacionalizándolo, y ha tenido la virtud de elevar casi automáticamente las cotizaciones de los demás bancos en crisis, que habían alcanzado en abril su nivel mínimo (un 93% inferior al máximo de finales de 1989) (65). La “limpieza” de los préstamos fallidos de los bancos es la condición imprescindible para la recuperación, pero la intensidad del problema es tal que llevará tiempo absorber sus consecuencias, ya que estos “*bad loans*” suponen, según el gobierno, algo más del 7% del PIB, pero dependiendo de las diferentes clasificaciones oficiales empleadas, se sitúan entre el 10,5% y el 14,1%, y algunas estimaciones privadas lo elevan al 20% y hasta el 25%, de modo que la crisis sería de intensidad parecida a la que experimentó la banca española (por razones muy similares) entre 1977 y 1985, que consumió el 16,8% del PIB, aunque mucho menos intensa que la chilena o la argentina de comienzos de los años ochenta, cuyo coste fue del 41,2% y el 55,3% de los respectivos PIB nacionales (66).

Además, en lugar de seguir inventándose programas expansivos, el Gobierno parece dispuesto a gastar dinero en proteger a los desempleados y en ayudarles a buscar

empleo. Como ha dicho un observador de la realidad económica japonesa, si te dispones a aplicar cirugía agresiva debes acumular una buena reserva de sangre para transfusiones, ya que la etapa de reestructuración lleva aparejada una mayor exclusión, y –en una sociedad considerablemente tradicional– el visible aumento de las tasas de criminalidad podría acabar bloqueando el proceso de reforma (67). Por otra parte, la nueva senda por la que se está adentrando ya el ahorro y las perspectivas inflacionistas deberían incentivar el consumo, así como la mayor fortaleza del yen, que el BoJ parece dispuesto a dejar que se aprecie suavemente en el mercado tras la reunión del G-7 en Dubai. Parece abandonarse, pues, la obsesión por poner un suelo a la cotización de la divisa, que hasta el ocho de octubre de 2003 se había situado en 110 yenes por dólar (68), a lo que contribuye también la nueva tendencia de los ahorradores a invertir en el exterior (69).

Finalmente, la victoria del primer ministro Koizumi sobre los partidarios de las políticas tradicionales en el reciente congreso del PLD –en donde los viejos paquidermos calificaron su programa de “terrorismo político” (70)– y la subsiguiente disolución del Parlamento, parecieron ser la señal de que el Gobierno estaba firmemente decidido esta vez a aplicar su programa de reformas, previamente ratificando en las urnas frente a los tiros de dentro y los troyanos de fuera (los partidos Democrático y Liberal, recientemente fusionados) (71). Quedan, naturalmente, muchas incógnitas por despejar pero por primera vez en muchos años “el vaso parece estar medio lleno” (72) y aparecen indicios de que el repunte del PIB durante los tres últimos trimestres con tasas anuales del 2,9%, el 3,0% y el 2,2% no será un nuevo “falso amanecer”, aunque el deflactor siga cayendo a un ritmo entre el 3,5% y el 2,7% anual (73), acumulando un descenso del 10,5% respecto al año base de 1995. El aumento de la abstención y la tímida victoria electoral de la coalición dirigida por el PLD el 9 de noviembre arrojan alguna sombra de duda sobre la perseverancia de Koizumi en aquellos propósitos, al perder la mayoría absoluta de la que disfrutaba su partido en el Parlamento –aunque la pérdida de apoyos parece causada más por las políticas exterior y militar que por las propuestas de reforma–, si bien el paso de una situación de partido único (*de facto*) a un sistema verdaderamente competitivo entre partidos, que se deriva de las últimas elecciones, puede ayudarle a vencer resistencias en su propio partido, aunque en un primer momento los mercados interpretasen que el resultado le obligará a ceder impulso y a contemporizar con los adversarios de la reforma (74).

II.2 La amenaza de deflación en EEUU

Como vienen reconociendo abiertamente desde la primavera de 2003 el FMI y el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, tras el estallido de la burbuja de la llamada “nueva Economía” y la aparición, tras el 11-S, de la “economía del miedo” (75), el problema del momento consiste en la amenaza de deflación y en la caída, tras Japón, de EEUU y Alemania en situaciones de trampa de liquidez –con el riesgo de que esta última acabe arrastrando al conjunto de la UE–.

II.2.1 La burbuja de la “nueva economía”

La primera pregunta que hay que hacer en un contexto como el norteamericano, en donde la política monetaria se atribuye el amplio cometido de “velar por la salud de la economía”, es si la formación de la burbuja pudo haberse evitado aplicando una política monetaria preventiva tan pronto se detectó la “exhuberancia” de los mercados de valores, que ya era evidente en 1998 tras tres años de “*bull market*”, cuando el presidente de la FED se preguntaba públicamente si existía realmente una “nueva economía” (76). El propio Alan Greenspan había considerado saludable el crecimiento del 20% en las cotizaciones de 1997 (77), tras sufrir los ataques de Edward Yardeny y otros magos de Wall Street por haberse referido en diciembre de 1996 a la “exhuberancia irracional de los mercados de valores” (78). La frase no fue utilizada como título para el conocido libro de Robert Shiller

hasta el año 2000, cuando la burbuja estaba a punto de estallar, pero Greenspan conocía perfectamente sus ideas y sus métodos de valoración desde el 6 de diciembre de 1996, cuando Shiller y Campbell presentaron conjuntamente su testimonio ante el *Board of Governors* de la Reserva Federal (79).

Ciertamente, sólo los historiadores de la moneda y de la economía –rememorando lo ocurrido antes de 1929– se planteaban por esas fechas la posibilidad de que el mercado de valores pudiera controlarse desde la política monetaria, ya que, como argumentaba Yardeny en su debate con Greenspan, para hacerlo la FED tendría que haber contado con un modelo de valoración de las acciones, lo que es tanto como pretender gobernar el nivel que alcanzan en cada momento las cotizaciones del mercado como si se tratase de una variable determinada por procedimientos técnicos. Pero, sin llegar a esos extremos, la burbuja era más que evidente a comienzos de 2000, cuando las acciones del índice Dow Jones llegaron a alcanzar una relación entre precio y dividendo (PER) de 50, frente a una media secular de 15, por mucho que el segmento más claramente sobrevalorado fuera el tecnológico (con un PER 65), que llegó a ponderar un 30% en el índice (80), porque el mercado –y sus animadores– decidieron descontar de forma fulminante aquellos efectos de la elevación de la tasa de crecimiento potencial que Jorgenson estima se producirán a lo largo de todo el siglo XXI, y, sin barreras de entrada en los sectores tecnológicos, el beneficio de la inversión no lo retenían los inversores, sino que se difundía rápidamente por toda la economía (81).

Pero el cometido y el bagaje instrumental de la política monetaria comúnmente aceptados nunca fue tan allá. Sin embargo, según los análisis de los economistas más solventes (82), por el tiempo en que tenía lugar el debate sobre la política monetaria exigida por la “nueva economía”, el PIB norteamericano ya estaba creciendo por encima de su “tasa natural” –aún considerando el posible escalón derivado de la nueva IT–, por mucho que la inflación se mantuviera aproximadamente a la mitad de lo que resultaba previsible porque se estaba beneficiando de una serie de *shocks* favorables, tales como los bajos precios de las materias primas y otros suministros, que se debían: a la crisis asiática y a la fortaleza del dólar; al cambio de ritmo del crecimiento de la productividad, y sobre todo, a la fuerte elevación de la productividad en los servicios médicos, originada por la introducción de las tecnologías de la información –*shocks* que sólo se producen una vez, como escribía machaconamente Krugman en la prensa diaria–.

Y si todos los factores y la capacidad instalada ya se estaban utilizando, ¿a dónde iba el dinero que inyectaba la FED? Alguien advirtió desde Francia que cuando el dinero no tiene adonde ir, echa hacia arriba. Como los precios al consumo se mantenían estables gracias a que cada vez América importaba más productos –con la contrapartida del crecimiento del déficit de la balanza comercial– y la inmigración mantenía bajo mínimos los de los servicios personales, el lugar para subir era la bolsa. Pero los precios de las acciones no entran en los índices de inflación manejados por el FOMC, de modo que la autoridad monetaria no veía razones para tirar de la cuerda del dinero y, cuando lo hacía, todo el mundo se le echaba encima porque América vivía el sueño de la nueva riqueza: ¿tendría la FED que haber abortado la carrera de toros desbocados que se celebraba en la bolsa de Nueva York, empujada por la “manada electrónica” de los corredores de bolsa, convertidos en “amos del universo” mientras celebraban su “hoguera de las vanidades”?

El análisis empírico de la respuesta de los mercados de valores a los cambios no anticipados en los tipos de interés de la FED indica que, *grosso modo*, una reducción por sorpresa de 25 puntos básicos (o sea, del 0,25%) provoca una subida del 1,25% en las cotizaciones de la bolsa ese mismo día, mientras que una elevación de los tipos de aquella misma magnitud se traduce en una caída de las cotizaciones sólo algo por encima del 1%. Según el gobernador Ben Bernanke esto implica que las elevaciones de

los tipos de interés de los fondos federales necesarias para controlar una sobrevaloración de las acciones del orden del 25% en los valores cotizados se situaría entre cinco y seis puntos, lo que habría provocado un debilitamiento de la economía muy significativo, además de producir otros efectos colaterales igualmente nocivos (hay que señalar que en el momento en que arreciaba el debate sobre la “nueva economía” los tipos se situaban en el 5,5%, lo que significa que el control de la burbuja habría requerido tipos de interés de dos dígitos, con lo que la consiguiente desaceleración del crecimiento y la elevación del ahorro habrían permitido que éste financiase la inversión). Todo ello lleva a este alto responsable de la política monetaria de la FED a desaconsejar el empleo de la política monetaria para el control de las burbujas financieras, aunque apenas mencione las posibilidades de una política preventiva persistente, que habría podido contemplar la sobrevaloración de los activos financieros como un elemento significativo de la inflación (83).

Esto es precisamente lo que defendió Olivier Blanchard al extraer las consecuencias para la política monetaria norteamericana de su análisis de las causas de la burbuja japonesa de finales de los ochenta, recomendando una política monetaria capaz de quebrar las expectativas desmesuradamente alcistas de los mercados, anunciando simplemente la intención del banco central de reaccionar frente a cualquier crecimiento desmesurado del PER medio en los mercados de valores, porque “las burbujas no se mueven a impulsos de la racionalidad y los fundamentos económicos, sino del *espíritu animal* de los inversores”, aunque siempre acaban prevaleciendo aquellos. En esto, Blanchard coincide con Krugman. Y también en señalar que, incluso cuando la economía atraviesa por una trampa de liquidez, los gestores de la política monetaria disponen de cierto margen de maniobra para generar expectativas sobre la inflación y orientar los tipos de interés y el tipo de cambio a medio y largo plazo, fijando un objetivo para la inflación futura y ampliando desproporcionadamente la cantidad actual de dinero, dado que en el contexto presente el signo de la existencia o inexistencia de un *output gap* es probablemente el nivel de la inflación, mientras que cuando éste era elevado, el signo provenía de su tasa de cambio (84), lo que se explica por razones estrictamente aritméticas (cuando la inflación pasa del 1% al 2%, esa es la medida del cambio, mientras que cuando pasa del 10% al 20%, lo que importa no son los diez puntos, sino la duplicación). La obligación de anclar las expectativas de inflación es precisamente la mayor contribución de Milton Friedman al bagaje conceptual y a la práctica de la política monetaria tal como hoy la entienden los gobernadores de la FED (85).

A parecidas conclusiones llega Posen, aunque su análisis del caso japonés establece que la política del BoJ no fue condición necesaria ni suficiente para la formación de la burbuja –por mucho que debiera de haber actuado de otra manera, no precisamente para controlar los precios de las acciones, sino para cumplir con su cometido ordinario en relación a las expectativas inflacionistas– mientras que sí considera al Banco responsable del marasmo económico de los noventa, por su pasividad tras el pinchazo de aquella. Todo ello expresado en cuatro máximas:

- *Las burbujas van y vienen, pero la política monetaria siempre es la misma.*
- *Lo que importa para los resultados macroeconómicos es lo que ocurre después del pinchazo de la burbuja.*
- *Cuanto menos bancos [en todos los sentidos, o sea, cuanto menor es el papel de la intermediación bancaria], menos crisis.*
- *La reacción apropiada frente al pinchazo de la burbuja es la relajación monetaria* (86).

II.2.2 “Que lo de Japón no nos ocurra a nosotros”

Sea como fuere, la FED no adoptó una política verdaderamente preventiva y diez años más tarde de la burbuja japonesa –junto a otras muchas coincidencias entre las dos

situaciones— la burbuja norteamericana creció hasta estallar y amenazar con provocar otro episodio de inflación de deuda. Como el mundo occidental no guardaba recuerdos de esta situación, tampoco había desarrollado reflejos preventivos ni se había estudiado seriamente qué hacer en tal situación. Que el debate siga vivo al cabo de tres años se debe sin duda a que en el estado actual del arte y el conocimiento económicos no se dispone de instrumentos que hayan probado su eficacia para combatir las situaciones de deflación acompañadas de trampa de liquidez, probablemente porque hasta hace muy poco tiempo se había preferido cerrar los ojos frente a esa amenaza, pensando tal vez que “a nosotros no nos puede pasar”.

La declaración realizada por el Comité de Mercado Abierto de la FED el 6 de mayo de 2003 —y ratificada en los mismos términos el 25 de junio, el 12 de agosto, el 16 de septiembre y el 28 de octubre, cambiando ligeramente de tono el 9 de diciembre (87)— marcan un hito en la historia de la política monetaria norteamericana porque por primera vez desde hace más de medio siglo se reconocía que el peligro actual “estriba en que la inflación llegue a ser demasiado baja” —de hecho, en agosto de 2003 se situó en el punto más bajo desde 1966—. De lo que se trata ahora es de actuar “para que a nosotros no nos pase lo que a Japón”, extrayendo las consecuencias de su experiencia, que aconseja aplicar medidas intensas desde el momento mismo en que los tipos de interés se aproximan a cero (88). Lo menos que puede decirse es que la reacción fue fulminante: si Japón había tardado seis años en emplear a fondo la política monetaria, la FED redujo el tipo de interés al 1,75% en los once primeros meses de 2001.

El Presidente de la FED, Alan Greenspan, encontró la fórmula para embarcarse en esta nueva política antideflacionista sin provocar pánico en los mercados ni admitir un riesgo inminente de deflación afirmando que la política monetaria adopta el enfoque de la gestión de riesgos. Bajo tal enfoque, no sólo se toma en consideración el escenario o la senda más probable de evolución de la economía, sino la distribución de las consecuencias que tendrían los diferentes escenarios: “de modo que hay que hacer un juicio sobre las probabilidades, costes y beneficios de los posibles resultados que se alcanzarían aplicando políticas alternativas... [Una determinada] política podría no ser la más efectiva para conseguir los resultados deseados en caso de que se asumiese el modelo base, pero podría en cambio resultar relativamente benigna en la eventualidad de que la economía no se comportase de acuerdo con ese escenario. Estas consideraciones son las que han inclinado a la Reserva Federal hacia políticas que limiten el riesgo de deflación, a pesar de que las previsiones más probables derivadas de los modelos convencionales no indican que tal riesgo exista” (89), ya que la tasa media de crecimiento anual prevista hasta mediados de 2004 se sitúa en el 4% —por mucho que el desempleo se mantenga casi en el 6%— y la inflación de precios al consumo por debajo del 1,5% (90).

La necesidad de extremar la prudencia estriba en que, aunque no sepamos cómo salir de las situaciones de trampa de liquidez, todavía creemos disponer de los instrumentos para evitar caer en ellas cuando aún no es demasiado tarde, lo que exige evitar incurrir en excesos de confianza, como hicieron los japoneses. La primera condición para actuar así consiste en reconocer el problema. En EEUU esto ya ha ocurrido. En palabras de Alan Greenspan, en su declaración ante el Congreso el 15 de julio de 2003, “existe un escenario especialmente pernicioso —aunque remoto— en el que la inflación se hace negativa en un contexto de debilidad de la demanda agregada, lo que podría engendrar una espiral deflacionista corrosiva” (91). En consecuencia, la autoridad monetaria americana anuncia estar dispuesta a practicar una política acomodaticia tan intensa y duradera como sea necesario. Desde la propia FED, el gobernador Bernanke ya ha señalado que el objetivo de inflación deseable se encuentra por encima del 1% —aunque un escenario probable la sitúa en el 0,7% a finales de 2004—.

Si cayera por debajo de esa cifra y el estímulo monetario proporcionado por los bajos tipos de interés a corto plazo no fuera suficiente, el Gobierno norteamericano podría aplicar también estímulos de tipo presupuestario, como de hecho ya ha venido haciendo al asumir un déficit de 455.000 millones de dólares para este año, que se elevaría a 45,5 billones si se tomasen en consideración las obligaciones futuras del Gobierno, para equilibrar el cual sería necesario elevar en un 66% el impuesto sobre la renta (92), por no hablar del impacto presupuestario de la guerra y la reconstrucción de Irak.

Manteniéndose estrictamente en el terreno de la política monetaria, la FED podría intervenir sobre los tipos de interés a largo plazo a través de medidas “no tradicionales”, como: comprar bonos del Gobierno a largo plazo –impidiendo las subidas de rentabilidad actual, que amenazan la recuperación (93)–; establecer un programa de suministro de reservas monetarias para los bancos a bajo interés y largo plazo; o vender opciones para tomar dinero prestado de la FED en esas mismas condiciones. Porque para romper la trampa de liquidez es necesario amenazar al público con inflación futura y bajos tipos de interés a medio plazo, como Krugman recomendaba hacer en Japón.

De lo que se trata es de convencer a los mercados, a los consumidores y a los ahorradores de la voluntad de mantener una política monetaria acomodaticia durante un período de tiempo suficiente para la recuperación. Y para ello no basta simplemente con comunicar un objetivo de precios, sino que se requieren compromisos efectivos y vinculantes de aplicar la política tendente a conseguirlo, y anunciar un calendario creíble y preciso acerca del momento en que el riesgo de deflación desaparecerá y los tipos de interés volverán a subir (94).

Ahora bien, conceptualmente esto implica un grado de dirigismo sobre el mercado muy superior al que nadie ha estado dispuesto a aceptar hasta el presente, ya que en último extremo tales medidas implican la monetización indirecta de la deuda pública, lo que impide al mercado emitir señales sobre sus expectativas reales de inflación, conocidas como la “equivalencia de Ricardo”, según la cual el público percibe el aumento del déficit como una futura elevación de impuestos. Tradicionalmente estas expectativas se han concretado en un aumento de 25 puntos básicos en el tipo de interés a largo plazo por cada aumento de un punto porcentual en las necesidades de financiación del presupuesto federal norteamericano, aunque recientemente se estén revisando tales mediciones (95). Lo más probable es que si la política monetaria actual no les deja expresarse libremente, en un momento ulterior esto podría despertar la desconfianza de los inversores y desencadenar su huida en masa del mercado de bonos –de acuerdo con la alternativa *exit/voice*, formulada por Hirschman–, una huida cuyas consecuencias resultan imprevisibles.

Probablemente por eso Greenspan (96) ha expresado su preocupación por el nivel del déficit actual, que alcanzó en 2003 el 3,5%, subirá al 4,3% en 2004 y la oficina presupuestaria del Congreso prevé se mantendrá al menos a lo largo de todo el decenio, por causa de las reducciones de impuestos y de la elevación del aparato militar –siguiendo una política que ha sido calificada por los círculos de estudios como “la mayor irresponsabilidad fiscal en la historia del País” (97) y a la que Akerlof considera una forma de saqueo de los ingresos federales por las familias más ricas–. Pero, según Krugman, ni aún retirando totalmente las subvenciones de Bush podría recuperarse el equilibrio (98). Además, en 2008 la primera cohorte de la generación del *baby boom*, nacida con la posguerra, alcanzará los 62 años, edad legal en que comienzan las jubilaciones voluntarias. Los impuestos actuales no serán suficientes para financiar las pensiones ni la atención médica (*medicare*) comprometida con esta generación, de modo que el aumento del déficit elevará el monto de la deuda –cuya *ratio* respecto al PIB se sitúa actualmente en el 37% y alcanzará como mínimo el 40% en 2005, lo que no es excesivo en términos comparados, pero resulta inadmisible para un país cuya democracia se modeló poniendo

límites a la capacidad del Gobierno para endeudarse—. Como el sistema político siempre ha estado a la altura de las circunstancias —afirma Greenspan—, es razonable pensar que antes de que esto ocurra se tomarán medidas para evitar la desestabilización del presupuesto. Por eso, necesariamente el déficit tendrá consecuencias a largo plazo sobre los mercados financieros. De esta manera es como Greenspan indica veladamente que, de no corregirse el problema del déficit, la FED no podría llevar a cabo una política monetaria tan discrecional y anticonvencional como se había mostrado dispuesta a aplicar para reactivar la economía —avisando con ello que la actual política de bajos tipos a largo plazo puede cambiar—.

Además, aunque la FED deseara y pudiera garantizar bajos tipos de interés a un plazo suficiente para garantizar la reactivación, el problema es que, como dice el chiste del econométra: “si hacer previsiones siempre es difícil, mucho más difícil es prever el futuro”. Por ejemplo, tras un bienio de sequía informativa, en la segunda quincena de octubre de 2003 empezaron a aparecer buenas noticias económicas, tanto en EEUU, como en Asia y hasta en Alemania:

“Los economistas están augurando un crecimiento más estable para las principales economías del mundo en el 2004. La encuesta trimestral de Reuters, realizada entre unos 150 economistas del Grupo de los Siete países más industrializados, mostró que el crecimiento se fortalecerá el próximo año en todas las principales economías, encabezadas por Estados Unidos.”

Y en diciembre:

“El barómetro coyuntural presentado por el Centro Europeo de Investigación Económica (ZEW) prevé no sólo una evolución económica positiva en la eurozona; también subraya que el pesimismo, que hasta poco imperaba entre los inversionistas alemanes sobre la economía nacional, empieza a mejorar” (99).

II.2.3 Lo de 2001 no era una crisis en “V”

Pues bien, de ser cierta la recuperación, hasta el otoño de 2003 ésta apenas se había dejado sentir sobre el mercado de trabajo americano (100). Un cierto retraso es habitual, lo que explica las fluctuaciones de la productividad a lo largo del ciclo económico. El retraso ya fue más prolongado que de costumbre durante la reactivación de comienzos de los noventa y, según algunos estudios, la brecha tenderá a ensancharse ahora, por causa del cambio estructural, que explica que muchos empleos perdidos durante la crisis no reaparezcan en los mismos sectores, sino en nuevas actividades, cuya productividad es mucho más elevada (101). En el cuarto trimestre de 2003 la utilización de la capacidad industrial se situó en el 75,6%, 9,2 puntos por debajo del máximo trimestral de la serie desestacionalizada, registrado en 1988-1989 (84,8%), y 5,5 puntos menos que la media del período 1972-2002 (81,3%); no obstante, había aumentado 1,5 puntos respecto al segundo trimestre, y ya se situaba cuatro décimas por encima del último trimestre de 2002 —habiéndose registrado un aumento del 6,2 % en la producción industrial durante el trimestre y otro del 1,1% en la capacidad industrial durante el año— (102). Se trata, pues, de cifras todavía ambiguas para poder hablar de recuperación, al menos en la industria y en el mercado de trabajo, lo que aconseja mantener alta la guardia de la política monetaria (103). Todo ello con independencia de la abultada cifra de crecimiento del PIB estimada para el tercer trimestre del año (8,3%, frente al 3,3% registrada en el segundo), imputable al bien conocido efecto del ciclo de las existencias en Norteamérica, alimentado en este caso por las reducciones de impuestos dirigidas a impulsar una reactivación rápida. Brad Delong considera esta política una aberración, que conducirá probablemente a una nueva desaceleración dentro de seis o doce meses (104). Perry considera también que se trata de una “salida en falso” (105), y tampoco a Greenspan le inspiraban demasiada confianza tales cifras (106).

A mayor abundamiento, el propio Brad Delong ha venido deflactando en su semidiario el optimismo de las noticias sobre la coyuntura norteamericana a corto plazo y fijando la atención en el medio plazo: el déficit comercial norteamericano resulta insostenible sin una fuerte caída del dólar –algo en lo que coincidía con Duisenberg–. Ciertamente, un verdadero derrumbe de su divisa no sería tan dañino para la economía americana como para las economías emergentes, porque su deuda está denominada en dólares, aunque los déficit exterior y público dejarían de financiarse desde fuera, los inversores que operan en dólares experimentarían notables pérdidas, y el consiguiente efecto riqueza extendería su capacidad contractiva en el ámbito global, contagiando en primer lugar a la eurozona. En cambio, una caída controlada resultaría beneficiosa. Sin embargo, los datos del Tesoro indican que desde septiembre de 2003 el flujo de entrada de inversiones no alcanza para cubrir el déficit por cuenta corriente, lo que desencadena un rápido abandono de posiciones en dólares y un flujo de ventas en *Wall Street*, que puede resultar desestabilizador, como indica la experiencia del pasado (107).

Por ejemplo, tras la crisis asiática, los mercados de valores de esa zona presentaban cotizaciones y rentabilidades considerables que resultan atractivas para los inversores y contribuyen a su reflación (108). Pero si el flujo se convirtiera en una riada, abaratando demasiado el coste del capital para los gestores, éstos comenzarían a despilfarrarlo – como hicieron los de las empresas *punto.com*– y para cuando los inversores se percatasen del exceso y exigieran el reembolso, la crisis volvería, porque en el estado actual del sistema financiero global estos flujos, cuya acción resulta abiertamente procíclica, provocan una amplificación brutal de las fluctuaciones, actuando como “desestabilizadores automáticos” que aumentan la volatilidad del crecimiento y la desigualdad en las economías emergentes. De ahí que la estabilidad del crecimiento de estas economías –sobre todo en América Latina– dependa de su capacidad para combinar el crecimiento con la elevación de sus tasas de ahorro –especialmente durante las fases de alza cíclica– (109). En todo caso, conviene evitar movimientos bruscos y declaraciones alarmistas –motivadas, en parte, por las urgencias electorales, en busca del voto industrial– que provocarían efectos de abandono o huida de las posiciones en dólares –para buscar el refugio de los activos mobiliarios– y la venta de reservas de los grandes países asiáticos, cuyos movimientos en espiral resultarían abiertamente desestabilizadores para todos, porque en un contexto de globalización no rige el refrán de que “quien la hace la paga” (110), sino que en muchos casos se la hace pagar a los demás, ya que los efectos de pinchar la burbuja –y de otras muchas externalidades negativas– son también globales.

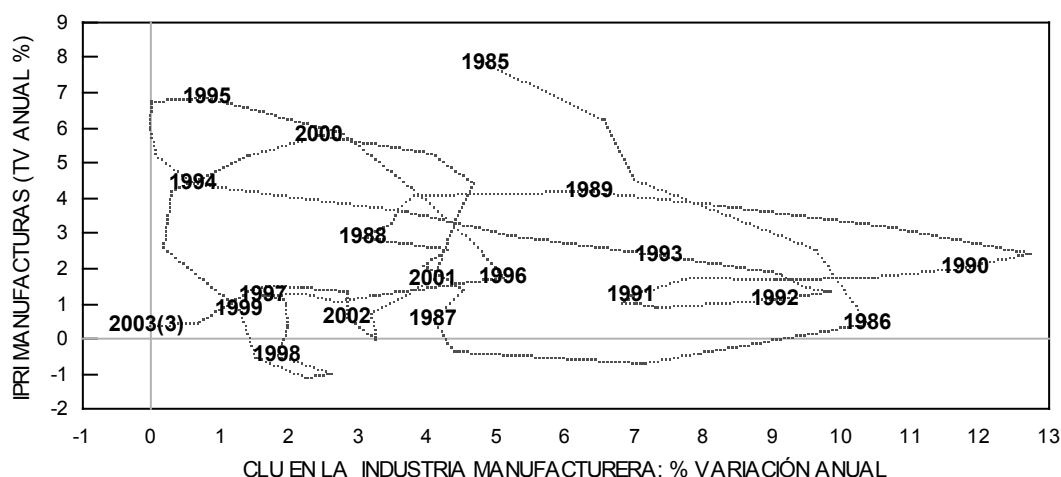
Además, el miedo a la competencia internacional y la huida hacia el nuevo mercantilismo no parecen justificados. El que el crecimiento desbocado de la economía financiera –y de su efecto riqueza, ficticio y pasajero– haya provocado el déficit comercial actual no implica que en un contexto más ordenado de recuperación la corrección del desequilibrio de la balanza requiera recetas tradicionales. Aquí también Krugman resulta pionero: su modelo de crecimiento basado en la diversificación de la producción (111) implica que la elevación del crecimiento potencial derivado de la innovación tecnológica no conduce necesariamente a un deterioro de la balanza o a la depreciación de la moneda, ya que en un contexto de diversificación la elevada elasticidad de la demanda de exportaciones puede compensar con creces el aumento de las importaciones inherente al mayor ritmo de crecimiento, sin precisar de bruscas caídas en el tipo de cambio. Su modelo, aplicado al análisis de las series de importación e importación bilateral entre EEUU y los otros países (considerando el efecto de diversificación), arroja una elasticidad de las exportaciones respecto al producto de 1,4, no mucho mas baja que la de las importaciones (1,8) (112).

En cualquier caso, es evidente que los desequilibrios acumulados durante el decenio de los noventa son tan profundos que sólo se logrará evitar la deflación e iniciar una

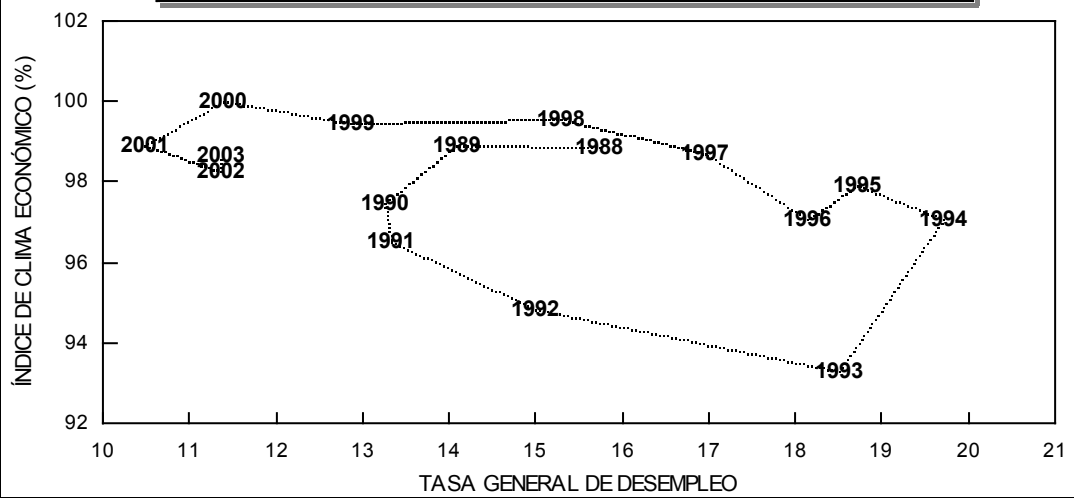
reactivación duradera si las políticas dinamizadoras se llevan a cabo de forma coordinada y si aquella surge tras el necesario saneamiento de los balances de empresas, gobierno y particulares. Todo indica, por ejemplo, que el saneamiento de la deuda de estos últimos no se ha completado: la *ratio* de obligaciones financieras (FOR), que había alcanzado un máximo en torno al 19% de los ingresos de los hogares a finales de 2001, ha comenzado a descender, aunque sólo los propietarios de viviendas han podido beneficiarse del bajo nivel de los tipos hipotecarios variables –pese a lo cual, su FOR todavía se encuentra por encima del nivel de 1986, anterior máximo cíclico, y la situación se agravaría si repuntasen los tipos–, mientras que los no propietarios continúan estando en posición de riesgo, con un FOR próximo al 29%, tras un aumento de 6,8 puntos porcentuales entre 1992 y 2002 (113).

Por otra parte, para que de todo este juego resulte suma positiva es necesaria la coordinación; no basta el juego libre del mercado ni la política económica unilateral, y eso requiere moderar las políticas agresivas de competitividad e intereses nacionales y la carrera febril de los mercados financieros y de la manada electrónica. El problema es que la euforia de la segunda mitad de los noventa parece haber hecho olvidar la urgencia de la “nueva arquitectura financiera internacional” (NAFI) (114), y sin ella no habrá reactivación duradera y estable. Además, los códigos voluntarios de transparencia y “gobernanza” de las empresas, deberían reforzarse con una tipificación seria y rigurosa de las obligaciones y los delitos de los grandes gestores, tanto a escala internacional como doméstica, lo que contribuiría probablemente a restaurar la credibilidad de la América corporativa, sacudida de nuevo en otoño de 2003 por las irregularidades masivas en las que han venido incurriendo los gestores de los Fondos de Inversión –otro problema de contratos imperfectos entre agente y principal (115)– que amenaza la credibilidad de todo el mercado de valores, al constituir esta industria el núcleo de la “conspiración feliz” que dio lugar a la formación de la gran burbuja. Convendría, pues, acelerar aquellos trabajos para restablecer la confianza inversora, que se encuentra en un punto crítico (116).

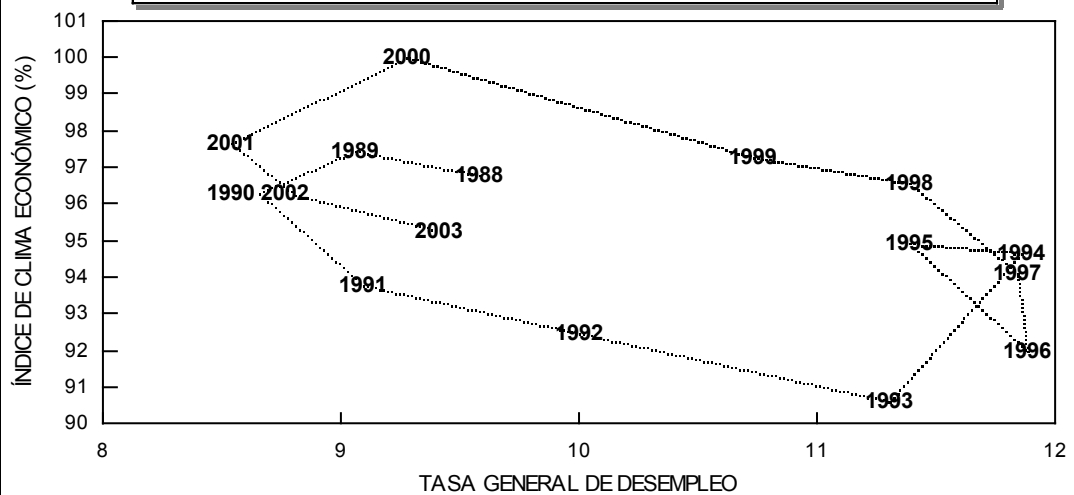
7.- ESPAÑA: NUEVA CURVA DE PHILLIPS (1985-2003)



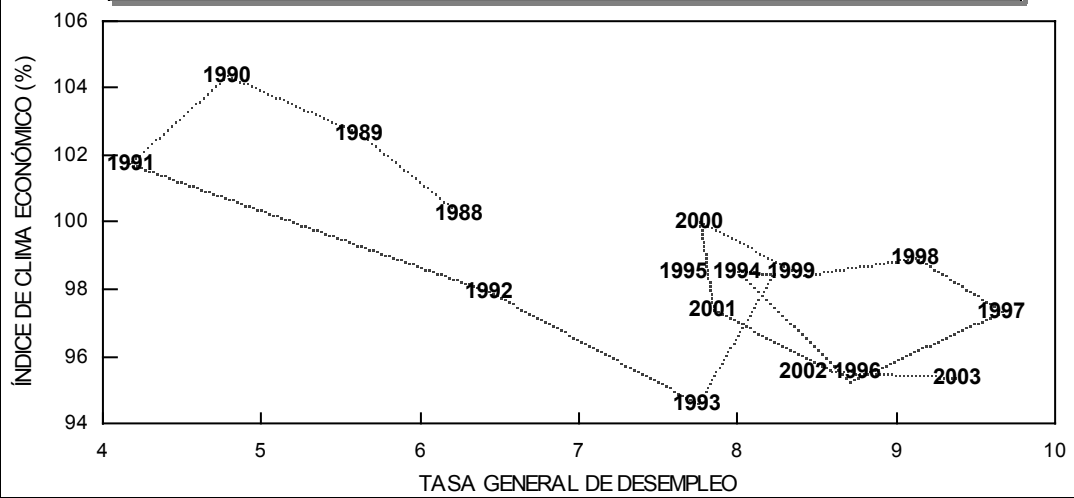
8.- ESPAÑA: CURVA DE OKUN (1988-2003)



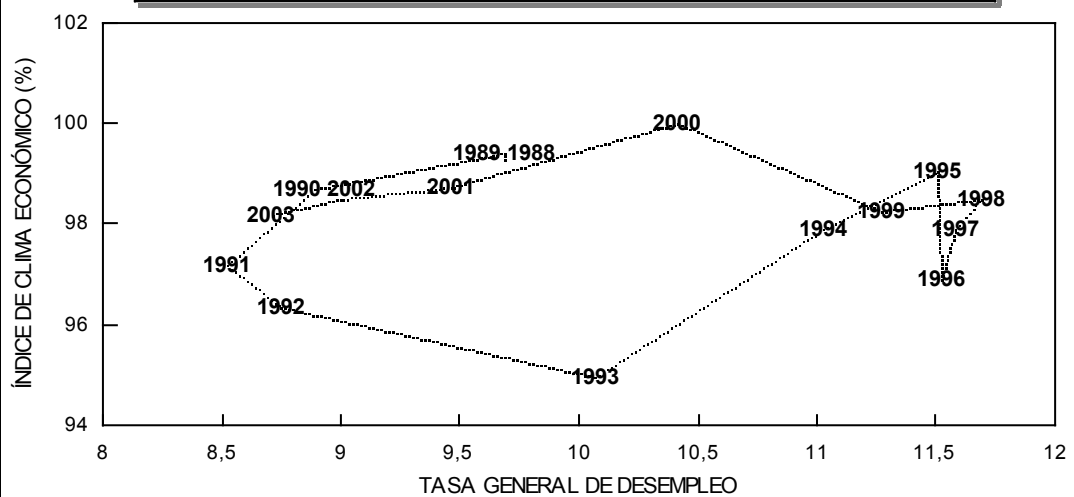
9.- FRANCIA: CURVA DE OKUN (1988-2003)

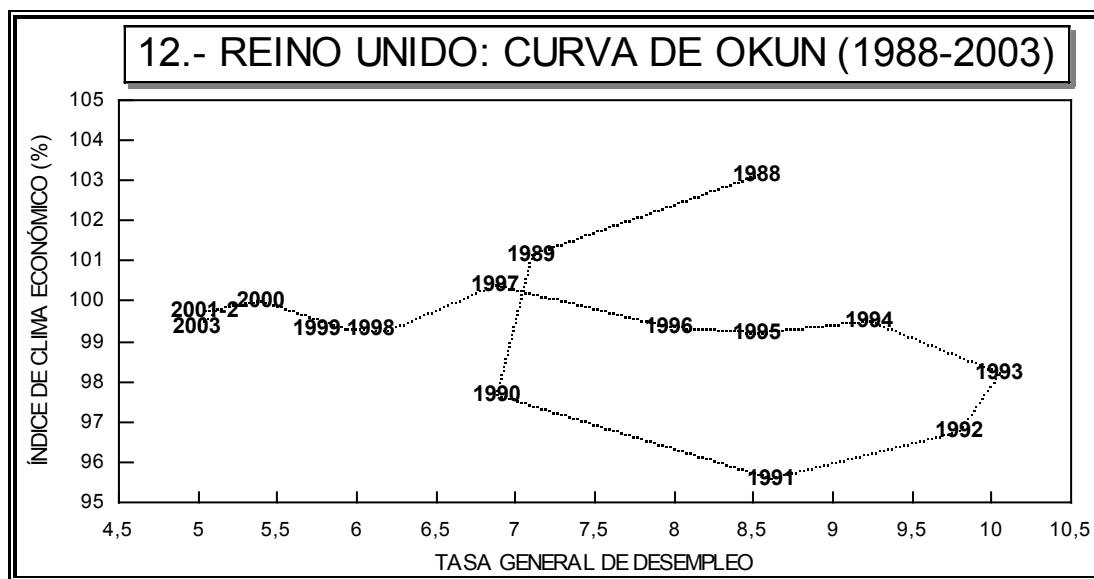


10.- ALEMANIA: CURVA DE OKUN (1988-2003)



11.- ITALIA: CURVA DE OKUN (1988-2003)





II.3 El caso de Europa

En Europa, un problema adicional para la aplicación de la política monetaria anticíclica se deriva de la heterogeneidad de situaciones económicas dentro del área euro, en donde no existe todavía una verdadera sincronización en el ciclo económico de los distintos países, como se evidencia en los gráficos 8 a 12, que ofrecen una variante de la curva de Okun para las cinco mayores economías de la UE durante el período comprendido en el entorno de las dos últimas crestas cíclicas –situadas *grosso modo* en 1990-1991 y 2000-2001–. En estos gráficos el nivel de actividad se mide por el índice de clima económico (117) y el del mercado de trabajo por la tasa general de desempleo (118). En conjunto, entre los dos mínimos la UE redujo su tasa en 0,7 puntos. La máxima heterogeneidad se registra al comparar la reducción de 2,8 puntos en España (seguido de otra de casi dos puntos en el Reino Unido) con el aumento de 3,6 puntos en Alemania. En Francia e Italia apenas hubo cambios, percibiéndose una ligera caída en Francia y un aumento de 0,2 puntos en Italia, cuyo último mínimo se retrasó hasta 2003. Estos dos últimos países, con tasas medias de paro durante todo el período algo superiores al 10%, presentan una curva de Okun relativamente estable.

II.3.1 España: una nueva curva de Phillips

Es bien sabido que en el caso de España, la aparición de una “nueva curva de Phillips” (119) fue el resultado del éxito en la política antiinflacionista iniciada con los Pactos de la Moncloa, y continuada más tarde por los acuerdos de concertación social de los años ochenta y noventa, en los que la coordinación entre salarios e inflación esperada fue asumida como una restricción autocontrolada por los agentes sociales que contribuyó al establecimiento de pautas empresariales de fijación de precios orientadas por la inflación esperada en el futuro y los costes marginales reales, estos últimos fuertemente influidos, a su vez, por los costes laborales unitarios (CLU) (120). La anticipación de los CLU se vio considerablemente facilitada por el sistema relativamente centralizado de negociación salarial, en el que el crecimiento de los salarios nominales se orientaba también por las expectativas de inflación. Éstas estaban relacionadas con la fijación de objetivos de precios por parte del Gobierno, adoptados, a su vez, como criterios orientativos por la autoridad monetaria hasta la adopción del euro, en que tales criterios se transfirieron al Banco Central Europeo, sin que por ello quebrase la lógica de la negociación salarial orientada hacia adelante (*forward looking*) (121), cuyo futuro depende actualmente de las políticas de moderación del precio de la vivienda (122).

Esta nueva curva de Phillips, en la que la inflación del año en curso viene determinada por la combinación aditiva de las expectativas de inflación y el crecimiento de los costes marginales reales, explica la compatibilidad entre desinflación y fuerte crecimiento registrada durante el último quinquenio. En el gráfico 7 (123) se representa la relación entre CLU e Índice de precios (IPRI) en la industria manufacturera desde 1985, fecha de entrada en vigor de los primeros compromisos de desarme arancelario frente a la CE, que desencadenó todo el proceso ulterior de liberalización del comercio exterior y que terminó obligando a disciplinar los CLU interiores respecto a los precios industriales vigentes en el conjunto del área –sobre los que los agentes interiores ya no podían influir, como lo hacían anteriormente sobre los precios interiores–.

A partir de entonces, los agentes se enfrentan a la alternativa de orientar *a priori* la negociación salarial –y los CLU esperados, dado el crecimiento tendencial de la productividad– por la inflación de la zona euro, o no respetar tal restricción, viéndose obligados *a posteriori* a realizar el ajuste a la baja de los CLU mediante bruscas elevaciones de la productividad –llevadas a cabo a través de reducciones traumáticas del empleo–, como ocurrió entre 1990 y 1994, período que señala el término de este proceso de aprendizaje institucional. Hasta 1993, la tasa media del crecimiento anual de los CLU había sido del 6,9%, con unos precios industriales que crecían al 2,2% anual. A partir de entonces el crecimiento de los precios apenas cambió (fue, en media, del 2,4% entre 1994 y 2003), pero el de los CLU se redujo hasta el 2,2%. Hasta 1993 la distancia entre los crecimientos máximo y mínimo anual de estos últimos fue casi de 11 puntos; después de 1994 fue de algo más de cinco puntos, mientras la variabilidad interanual en el crecimiento de los precios apenas varió.

Este proceso de aprendizaje institucional resulta imputable a la capacidad de las denominadas políticas neocorporatistas para generar unas expectativas racionales relativamente independientes de la política monetaria –al estar orientadas fundamentalmente por factores de oferta, como la inflación salarial pactada en la negociación colectiva y los costes– cuya persistencia constituye el prerrequisito para una utilización contracíclica de la política monetaria durante las fases recesivas del ciclo (124). Esto es, del mismo modo que las expectativas de inflación neutralizan los efectos reales de la política monetaria –al hacer que todas las variables floten en paralelo–, su capacidad para resistir la tracción de las variables que tiran del crecimiento –arrastrando a la economía real– pudo recuperarse en España sujetando conscientemente la inflación salarial mediante acuerdos neocorporatistas en favor del empleo. Estos instrumentos podrían emplearse también para combatir el riesgo de deflación –de presentarse tal riesgo en el futuro–, ya que lo característico de las políticas desinflacionistas practicadas en el continente europeo con la colaboración de los agentes sociales es precisamente la operatividad de la fijación de objetivos de inflación, algo que, por definición, constituye el principal problema en situaciones de trampa de liquidez.

II.3.2 Las curvas de Okun en las cinco mayores economías de la UE

La curva de Okun española dibujada en el gráfico 8 –con una tasa media de desempleo próxima al 15%– experimentó en este contexto un fuerte desplazamiento hacia la izquierda y hacia arriba, fruto de las reformas estructurales en el mercado de trabajo, del *shock* positivo asociado a la llegada del euro –que desplazó bruscamente la curva LM hacia la derecha–, de las políticas fiscal y presupuestaria nacionales, junto a los efectos asimétricos de la política monetaria del BCE –que resultan muy expansivos para España, cuyas circunstancias de inflación y crecimiento no son muy distintas a las del Reino Unido, hasta el punto de que un crecimiento excesivamente impulsado por la demanda interna durante un largo período puede llegar a desequilibrar la balanza por cuenta corriente–. En cambio, las curvas de Alemania y el Reino Unido recogidas en los gráficos 10 y 12 –con las tasas medias más bajas de todo el grupo (7,2% y 7,5%)– experimentaron fuertes movimientos en dirección contraria. En Alemania la curva de

Okun se desplazó rápidamente hacia abajo y hacia la derecha, hasta superar en 2003 su tasa de desempleo a las de Francia e Italia (gráficos 9 y 11).

Mientras tanto, el Reino Unido registró globalmente el mejor comportamiento del conjunto, al desplazarse su curva hacia la izquierda y reducirse su tasa de paro a la mitad en diez años, lo que resulta imputable probablemente al amplio margen de maniobra de que disfrutó la política de estabilización monetaria y a las políticas de reforma estructural, ya que el descenso del desempleo se produjo mientras el índice de actividad permanecía relativamente estable. El Reino Unido presenta también el cuadro más claro de recuperación en 2003, con un crecimiento del PIB doble del esperado y un aumento de la tasa de ocupación de 0,3 puntos porcentuales durante el último año, aún a costa de una inflación del 2,9% y de un tipo de interés básico *repo* del *Bank of England* (BoE) del 3,5% hasta el 6 de noviembre de 2003, en que se elevó al 3,75%, siguiendo de este modo a Australia, que fue el primer país en abandonar la tendencia bajista de los últimos tres años (125). Probablemente, este primer movimiento será seguido de subidas paulatinas hasta situarse en un nivel del 4% a finales de 2004 (126), aunque algunos analistas de la *City* apuestan por una escalada hasta el 5%.

De esta forma, el BoE se constituyó en el heraldo de la reactivación, movimiento que no debiera ser seguido por los demás bancos centrales hasta que ésta se encuentre verdaderamente garantizada, dada la evolución relativamente excepcional de la economía británica en el último ciclo (127). En todo caso, hay que tener en cuenta que el objetivo de estabilidad de precios del BoE es medio punto superior al del BCE, por lo que –de acuerdo con la regla de Taylor– el nivel de los tipos de interés neutrales se sitúa en este caso entre el 4% y el 4,5%. La división de opiniones que viene registrándose en el seno de su comité monetario resulta acorde con las previsiones de un crecimiento y una inflación situados prácticamente en sus niveles óptimos, para los que las amenazas provienen exclusivamente de la incertidumbre sobre la evolución económica del entorno global (128), y del fuerte ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares –que alcanza ya el 125% del ingreso disponible– impulsado por el *boom* de la vivienda (129).

En general, de estos cinco gráficos se desprende un considerable proceso de convergencia de las tasas de desempleo dentro de la zona euro, proceso gobernado, sin embargo, por el alineamiento al alza de la tasa alemana, que abandonó durante la primera mitad de los años noventa la senda de desempleo del decenio de los ochenta –con perfil similar a la senda norteamericana–, para adoptar el perfil medio de la UE durante la segunda mitad del decenio, superándolo a partir del año 2000. Este fue el resultado del choque derivado de la unificación, cuyos efectos se prolongaron a lo largo de todo el decenio y todavía duran, porque las políticas de uniformización monetaria y de equiparación en la regulación de mercado de trabajo y del sistema de bienestar entre las dos Alemanias –con niveles de productividad completamente diferentes– bloquearon el proceso de ajuste a través del mecanismo de precios y salarios, reduciendo el potencial de crecimiento y elevando su NAIRU. Y ello por no hablar del conjunto de similitudes entre el modelo de “capitalismo cooperativo” germano, con los “bancos de la casa” desempeñando un papel director de la industria –al estilo del entramado de los *keiretsu*– que obligan a preguntarse por la probabilidad de que Alemania se vea afectada por el “mal japonés”.

II.3.3 La UEM no es todavía una zona monetaria óptima

Tampoco aquí el BCE está en condiciones de aplicar una política monetaria adaptada a la coyuntura alemana –como le sucedió al BoJ a lo largo del pasado decenio, aunque en este caso no sea por renuencia de su Consejo, sino por razones derivadas del cometido que le encomienda el Tratado–, y sin ella las medidas de ajuste serán necesariamente más dolorosas, siquiera sea desde el punto de vista psicológico: por ejemplo, la congelación de las pensiones alemanas en 2004 no significa un verdadero ajuste, ya que

la deflación hace que en términos reales esto equivalga a la revalorización del 1% habitual, y así parecen haberlo entendido los jubilados. Esta y otras medidas de corrección del Estado de bienestar –muy generoso desde el siglo pasado–, resultan imprescindibles para controlar el déficit y despejar incertidumbres, pero seguramente no serán suficientes si no se ven acompañadas por una política decidida de liberalización financiera y del resto de los mercados, especialmente los de servicios (130).

Hace más de cuarenta años Robert Mundell acuñó el concepto de “zona monetaria óptima” como aquel conjunto de países que experimentan perturbaciones económicas simétricas y entre los que existe plena movilidad de factores productivos. Cuando esto sucede, compartir la misma moneda no hace perder efectividad a la política monetaria. En caso contrario, sí. Mundell se hacía eco así del debate entablado entre J.E. Meade y T. Scitovsky tras el Tratado de Roma de 1957, que abrió paso a la creación del Mercado Común Europeo. Según Meade, en Europa no se daban las condiciones para la existencia de una sola moneda. Según Scitovsky, la existencia de una única moneda induciría por sí sola un mayor grado de movilidad de capital e integración financiera (131).

En 1991 Europa seguía estando lejos de cumplir aquellas condiciones, dada la escasa movilidad del trabajo y la incidencia de perturbaciones asimétricas, en comparación con EEUU y Canadá. Las fluctuaciones de los tipos de cambio reales –descontado el efecto de los precios– durante el decenio de los ochenta requeridos para hacer frente a los choques asimétricos experimentados por España y Alemania tuvieron una amplitud del 4,6% –y las del Reino Unido y Grecia, respecto a Alemania, de más del doble–. En cambio, las diferencias en las fluctuaciones de los precios entre las cuatro grandes regiones de EEUU durante ese mismo período no superaron el 1,55%, según el conocido estudio de Barry Eichengreen (132), quien a pesar de esta constatación fue uno de los escasos economistas norteamericanos que adoptaron enseguida la posición de Scitovsky, señalando que los criterios de existencia de las áreas monetarias óptimas no son precondiciones exógenas, sino que, incluidas dentro de un proyecto más amplio de integración política en Europa, con voluntad firmemente establecida, podían contemplarse como objetivos a alcanzar con carácter endógeno (133). El resto de la profesión esperó a que el euro fuera una realidad para evaluar los resultados, reconocer su efecto beneficioso –especialmente para economías relativamente pequeñas con historial inflacionista– y estudiar sus implicaciones para la economía mundial (134).

Para Eichengreen el elemento explicativo fundamental de la armonización cíclica y la integración monetaria norteamericana consiste en el federalismo fiscal –concepto que en EEUU significa precisamente lo contrario que en Europa, ya que allí se refiere al grado de integración o centralización de las finanzas públicas. Una elevada centralización fiscal, en la que entre un cuarto y un quinto de los ingresos de los estados provienen del presupuesto federal y un tercio de los ingresos locales provienen de los federales y estatales, permite a los estabilizadores automáticos trabajar en favor de la homogeneización y estabilización cíclica, no solo a lo largo del tiempo, sino también en el contexto espacial –compensando, por ejemplo, la caída de ingresos y el aumento de gasto de Michigan con los movimientos registrados en Nueva York–. Esta transferencia espacial casi automática de liquidez es todavía hoy tan inconcebible en Europa como lo era antes del euro –y mucho menos la aplicación de una política fiscal europea con cierto grado de discrecionalidad–. Elie Cohen lo puso de manifiesto en el debate sobre las estrategias de crecimiento europeo después del euro que tuvo lugar en la Asamblea Nacional Francesa en noviembre de 1997:

“... nous sommes peu doués pour la politique discrétionnaire menée en commun, autant nous disposons d'un certain talent pour la coordination par la règle. Cela revêt une certaine importance pour l'avenir, car cela signifie que la qualité des

institutions mises en place va être décisive pour la capacité que nous aurons, ou que nous n'aurons pas, dans le futur, à traiter les différentes crises qui se présenteront” (135).

Sin embargo, eso no significa que no existan en el proceso de la construcción europea políticas de cooperación que impliquen sacrificios para unos en favor de los otros. La decisión de seguir adelante con el proceso de unificación monetaria tras el choque exógeno de la unificación alemana, y de encadenar las políticas monetarias, fue un ejemplo de autolimitación nacional y de voluntad de soportar conjuntamente los efectos desequilibradores de tal proceso, que trataron de compensarse con la Iniciativa de Crecimiento de Luxemburgo, en la que se preveía una inversión adicional del 0,15% del PIB al año, tratando de mezclar la política anticíclica con una estrategia de crecimiento a largo plazo. El Informe Dréze-Malinvaud consideró esto claramente insuficiente, por lo que el Plan de Inversiones en redes transeuropeas de transporte y de energía (RTE) propuesto en el Libro Blanco de Jacques Delors en 1992 elevó la cifra hasta el 0,5% del PIB entre 1994 y 1999. Pero, aunque se trataba todavía de cifras considerablemente modestas, el programa fue rechazado, y con él todo avance hacia el “federalismo” fiscal –entiéndase: centralización fiscal redistributiva– o hacia la discrecionalidad de la política anticíclica, aunque en el Consejo de Essen de 1994 se adoptase una lista de catorce proyectos prioritarios hasta 2010 –de los cuales sólo tres están ya operativos y un tercio de las inversiones comprometidas– y dos años más tarde se fijaran las líneas directrices del plan (136). Para Elie Cohen, la bondad de la política anticíclica iba a depender de la calidad de las instituciones, y especialmente del BCE dentro de la zona euro.

Como se sabe, el Consejo del BCE está compuesto por los doce gobernadores de los Bancos Centrales de los estados miembros de la UEM y por un directorio de seis miembros elegido por unanimidad en el Consejo Europeo. Por mucha que sea la autonomía del Banco, es lógico pensar que los primeros sean más sensibles a las perturbaciones de sus respectivos países, y que los segundos velen sobre todo por los intereses del conjunto –disponiendo, además estos últimos de facultades para controlar la información–. Bajo la regla de votación mayoritaria establecida por el Tratado, los núcleos decisorios formados en virtud de juegos estratégicos orientados por los “intereses” de los doce gobernadores “nacionales” tenderían a arrojar resultados no necesariamente óptimos para el conjunto –dado el predominio numérico de países cuyo PIB es una pequeña proporción del total (137). Para evitarlo, lo más probable en teoría sería que el directorio tratase siempre de ensanchar el espacio de cooperación adoptando las decisiones por amplio consenso –siguiendo el ejemplo del Bundesbank–. Al riesgo de una política monetaria asimétrica, inherente a la propia existencia de la UEM, esto le añadiría el riesgo de la intemperividad, dado el elevado consumo de tiempo necesario para llegar a decisiones unánimes.

En febrero de 2003 el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el acuerdo unánime de recomendar un sistema de votación que congele el número de 15 gobernadores de bancos nacionales previsto en el Tratado y que, tras la futura ampliación, este grupo de miembros del Consejo voten de forma rotatoria, como sucede en el FOMC del sistema de la Reserva Federal de EEUU. De este modo, se garantizará que, como ha venido ocurriendo hasta ahora según el presidente saliente del BCE, “en el futuro Consejo de Gobierno ampliado sea la fuerza de los argumentos lo que cuente en las deliberaciones y no de la procedencia de cada gobernador según el país, o de si éste es grande o pequeño” (138). Durante su primer mandato, la estrategia adoptada por el BCE comenzó por concretar el objetivo de estabilidad de precios en una inflación “no superior al 2%”, apoyando sus decisiones sobre una estrategia de “dos pilares”, que se traduce en la integración en un mismo modelo de previsión de la inflación futura de variables monetarias, por un lado, y reales, por el otro. El primer pilar –que recuerda la curva de Phillips– permite disponer de una perspectiva de largo plazo –en el que la inflación es

esencialmente un problema monetario–, y el segundo pilar, centrado especialmente en el análisis de los mercados de trabajo y de productos –trasunto de la curva de Okun– permite pulsar los desequilibrios a corto y medio plazo (139).

Lo que sucede es que, mientras Europa no alcance un cierto grado de coordinación económica, monetaria y financiera, la política del BCE está condenada a resultar contraproducente por ser excesivamente holgada para unos y excesivamente restrictiva para otros, ya que la heterogeneidad hace que los indicadores empleados en el modelo de previsión del BCE sean necesariamente una mezcla, en la que situaciones próximas a la deflación se compensan con otras próximas al recalentamiento. En ausencia de política monetaria compensatoria, o, más bien, con una política monetaria que resulta procíclica para casi todos los países considerados aisladamente, en determinadas circunstancias las primeras tenderán a perpetuarse, mientras que las segundas acelerarán la necesidad de ajuste, pero para cuando el ciclo se armonice y los indicadores detecten deflación generalizada podría ser ya demasiado tarde, porque el conjunto de la zona habría caído en una trampa de liquidez. Ciertamente, de acuerdo con las previsiones de otoño 2003 de la Comisión Europea para el bienio 2003-2005 este no es un escenario probable, aunque no sea por completo descartable, ya que las previsiones contienen riesgos, aunque resulten equilibrados en las dos direcciones y por mucho que durante el cuarto trimestre de 2003 las previsiones se hayan venido cumpliendo, según el informe para la eurozona de 15 de diciembre (140).

II.3.4 Política monetaria y política fiscal: el Pacto de Estabilidad y Crecimiento

De aceptarse la regla de Taylor, según algunos estudios una política monetaria neutral debería haber aplicado en Alemania desde 1999 tipos de interés un punto porcentual por debajo de los de la zona euro. En el extremo opuesto se sitúan quienes concluyen que el BCE ha tendido a adoptar políticas excesivamente relajadas incluso para la coyuntura franco-alemana, y que sus tipos se han situado sistemáticamente dos puntos por debajo de la política neutral para el conjunto de la zona (141). Finalmente, aplicando la regla de Taylor, von Hagen y Brückner establecen que durante el período de introducción del euro el BCE aplicó los mismos criterios que el Bundesbank, pero ponderando excesivamente la situación de Francia y Alemania, por lo que la política monetaria en esos primeros cuatro años fue excesivamente laxa, lo que impidió alcanzar el objetivo de estabilidad, ya que al mismo tiempo su investigación demuestra la estrecha relación entre desarrollo monetario e inflación en la zona euro. A ello vino a añadirse la política fiscal y presupuestaria de los Estados, no respetuosa en muchos casos con el Pacto de Estabilidad (142).

El Tratado de Maastricht de 1992 había previsto que la deseable homogeneidad se alcanzaría durante la etapa transitoria de la UEM. Es razonable, por eso, pensar que el límite establecido para el déficit presupuestario de los Estados Miembros por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) –suscrito en Ámsterdam en 1997 para materializar con reglas concretas las previsiones del Tratado– se concibiese sobre el supuesto de que durante las fases recesivas “homogeneizadas” de la zona euro se dispondría de una política monetaria suficientemente holgada como para que ese déficit bastara para neutralizar los *shocks* asimétricos. Es más, todavía en 2000 algunos analistas consideraban el margen del PEC excesivamente laxo y planteaban la conveniencia de que –tras la armonización cíclica derivada del euro– el objetivo de equilibrio presupuestario se hiciera más estricto (143). Había en esto una confianza excesiva en la eficacia armonizadora derivada del euro.

De hecho, entre 1980 y 2002 los Estados que acabaron formando parte de la UEM dispusieron de un margen considerable para que su política presupuestaria y fiscal cumpliera razonablemente sus objetivos contracíclicos. Además, comparando el período 1992-1997 –que comprende la etapa transitoria hacia el euro, en que los Estados

actuaron bajo una fuerte restricción presupuestaria para cumplir el criterio de reducción de peso de la deuda pública– con el período 1998-2002 –ya en la etapa de introducción, una vez decidida la entrada en el euro–, se observa que durante éste último los gobiernos dispusieron de mayor margen de maniobra, lo que les permitió reducir algo el *output gap*. No cabe, sin embargo, extrapolar estos resultados porque la coyuntura económica de casi todo este período fue favorable y no recesiva, y porque los preceptos del PEC no se cumplieron (144).

Además, el ajuste presupuestario de la segunda mitad de los noventa parece que se hizo en gran medida a costa de la inversión pública, lo que pudo contagiar sus efectos a la inversión privada y al *output* potencial de toda la zona. Finalmente, lo exiguo del presupuesto de la UE y la ausencia de instrumentos sensibles a una coyuntura afectada por choques asimétricos le incapacita para ejercer una acción verdaderamente contracíclica, aunque su efecto redistributivo haya permitido, con anterioridad a la introducción de la moneda única, duplicar la inversión pública en Portugal, Grecia e Irlanda, y aumentarla en un 25% en España (145).

Una de los principales efectos perseguidos por la creación del euro consiste en la integración del mercado financiero europeo, facilitada por la desaparición del riesgo de tipo de cambio y la existencia de una sola política monetaria. Los beneficios esperados de tal integración son considerables, aunque indeterminados, al permitir una asignación más eficiente de los recursos financieros, sin discriminación por motivos territoriales, facilitando “el aprovechamiento óptimo de las externalidades de red y de las economías de escala y alcance de un mercado amplio”, lo que debería de aumentar la productividad y el PIB potencial del área. Sin embargo, hasta el otoño de 2003 la integración ha afectado exclusivamente a los “segmentos del mercado que se caracterizan por especificaciones normalizadas de los productos, reglas y prácticas armonizadas y la existencia de una infraestructura común”. Esto es, al área más tradicional, en la que se registra menor número de innovaciones y resulta ser la menos susceptible de producir reasignaciones territoriales de fondos financieros con suficiente fluidez. Avanzar en esa dirección requerirá un fuerte compromiso de las autoridades –europeas y nacionales– y del propio sector privado, cuya acción colectiva resulta imprescindible para articular la coordinación, pero sobre todo implica crear una verdadera arquitectura financiera y una red de reguladores y supervisores financieros, imprescindibles para obtener los beneficios de la integración sin aumentar el riesgo sistémico, y la rápida convergencia de las regulaciones financieras nacionales. Todo esto dista mucho de encontrarse disponible en la actual coyuntura cíclica (146).

Porque se trata, además, de un área extremadamente sensible, relacionada tradicionalmente con el poder económico asociado a la discrecionalidad de los reguladores, en el que los beneficios –esto es, la evidencia de que la integración no es un juego de suma cero, sino que produce elevada rentabilidad para todos– son extremadamente difusos, mientras que los intereses perjudicados en el proceso se encuentran perfectamente individualizados y ofrecen resistencia al cambio. Resulta imprescindible, por ello, romper la opacidad que siempre ha envuelto al funcionamiento de estos servicios, analizando, evaluando y haciendo conocer los beneficios que pueden esperarse de la creación del nuevo mercado único de servicios financieros. Uno de tales benéficos consistirá en la mayor armonización del ciclo económico en el conjunto del área, al actuar el canal financiero como difusor espacial de los recursos y como transmisor de la política monetaria.

II.3.5 Política anticíclica, política de estructuras y reforma institucional

En cualquier caso, la política monetaria no puede tomarse como sustitutivo del conjunto de condiciones estructurales que constituyen el prerrequisito para el pleno empleo, de modo que tal ausencia sólo puede suplirse con programas de reforma estructural (147),

especialmente en aquellos ámbitos que determinan el dinamismo de las empresas, la innovación empresarial, la movilidad de los factores productivos y la flexibilidad funcional de la economía (148). Y es que el problema principal que subyace a la elevada tasa de desempleo europea de los últimos treinta años no se deriva tanto del desplazamiento de la tasa de paro natural (NRU) o de equilibrio (NAIRU) con carácter permanente, cuya existencia resulta cuestionable, como de lo dilatado y lento de los procesos de ajuste del mercado de trabajo, tanto en relación con los cambios exógenos de carácter permanente (la demografía, o las tendencias de la productividad), como respecto a los cambios temporales (las fluctuaciones de los tipos de interés reales, o de la competitividad) (149).

En cambio, las reformas que persiguen la sostenibilidad a largo plazo del sistema de pensiones influyen sobre la propensión al ahorro de los hogares, como lo pone de manifiesto el caso japonés, de modo que su aplicación en circunstancias de riesgo de deflación debe realizarse –allí donde resulte necesaria– procurando evitar vuelcos repentinos y procíclicos de las preferencias de los hogares, lo que no haría sino agudizar el problema. Por el contrario, las políticas de reforma adoptadas con suficiente anticipación y apoyadas sobre amplios consensos políticos y sociales contribuyen a despejar incertidumbres, evitando movimientos erráticos en la tasa de ahorro de los hogares, lo que no impide avanzar paulatinamente hacia el objetivo de “la nación de ahorradores y tenedores de activos”, que el Primer Ministro Británico adoptó en 2002 para su modelo de reforma del Estado de Bienestar (150).

A la vista de todo ello, ¿qué juicio puede merecer el hecho de que dentro de la Unión Económica y Monetaria Europea cada vez sea mayor el número de gobiernos que proponen flexibilizar el pacto de estabilidad para hacer frente al riesgo de deflación? El riesgo resultaba evidente después de que las economías de cinco países se contrajeran durante el segundo trimestre de 2003, período en que el crecimiento medio de la zona euro ya fue negativo (permaneciendo estable en la UE), aunque el del tercer trimestre volviera a crecer al 0,3% anual (al 0,6% la UE), y el crecimiento previsto para 2003 sea del 0,4%-0,5% –con previsiones para 2004 que lo sitúan entre el 1,8% y el 2%– en el 1,6%, según el BCE, con una inflación del 1,8% (151). Pero las previsiones son falibles, como lo demuestra el hecho de que entre primavera y otoño de 2003 la Comisión rebajase sus previsiones para 2004 en 0,6 puntos. Probablemente por eso, la propia Comisión anunció en el Consejo de Tesalónica su intención de recuperar el Plan Delors –actualizado tras el Informe del Grupo de alto nivel presidido por el ex comisario Van Miert– y pidió al Banco Europeo de Inversiones un informe sobre las posibilidades de financiación (152), al que la iniciativa franco-alemana de 18 de septiembre añadió nuevos contenidos en telecomunicaciones, I+D y desarrollo sostenible, al mismo tiempo que solicitaba se otorgase prioridad a proyectos que ayuden a impulsar el crecimiento en esos dos países, por mucho que el Plan no sea un paquete de acción coyuntural.

En síntesis, puede decirse que el BEI se mostró dispuesto a crear un nuevo instrumento financiero plurianual de 50.000 millones de euros –y bastante más, si se capitalizan sus reservas– para financiar con deuda preferente –con vencimiento hasta 2010– proyectos públicos o privados de elevada calificación incluidos en las RTE, realizados a través de fórmulas de colaboración público-privada (*public-private partnership structures: PPPs*) –cuya contabilización facilita el cumplimiento del Pacto de Estabilidad–, además de ofrecerse a emitir títulos con vencimiento a 35 años para financiar hasta el 75%, lo que, unido a la cofinanciación europea, completaría la financiación de tales proyectos. Finalmente, el Banco sugirió que “se estableciera un programa de arranque rápido (*quick start programme*) identificando una cartera de proyectos sobre los que concentrar los recursos disponibles en el corto plazo para producir un efecto inmediato de aceleración económica”.

A partir de todo ello, el Consejo Europeo de Bruselas de 16/17 de octubre de 2003 respaldó la comunicación en que la Comisión le propone formalmente la nueva “Iniciativa Europea para el Crecimiento” –que incluye, entre otros, un primer paquete de 29 proyectos prioritarios con inversiones de 220 mil millones de euros (153)–, junto a las sugerencias del ECOFIN (154) para hacer que el Plan resulte “compatible con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y los actuales límites máximos de las perspectivas financieras”, indicando al mismo tiempo que “la actuación prioritaria conforme a la Iniciativa para el Crecimiento se llevará a cabo en el contexto de la realización del programa de Lisboa de reforma estructural, incluida una mayor flexibilidad del mercado de productos, capitales y trabajo”.

El Consejo dio un mandato a todos los órganos afectados para preparar la aprobación definitiva de esta Iniciativa en su sesión de diciembre, recomendando, además, que para estimular la colaboración del sector privado se impulse la titulización de los activos ya existentes, explorando nuevas áreas de privatización y/o fórmulas de securitización que empleen los activos públicos como garantía para las emisiones de títulos con que financiar los nuevos proyectos (155). El esfuerzo de los tres grandes actores intervinientes –Consejo, Comisión y BEI– persigue evitar financiar el plan apelando al déficit público, ya que, según la Comunicación de la Comisión: “financiar una parte sustancial de la inversión pública adicional con déficit podría desencadenar el endurecimiento de las condiciones monetarias y/o reducir el consumo, porque los consumidores anticiparían la ulterior elevación de impuestos, lo que reduciría el efecto positivo de la inversión pública sobre el crecimiento a largo plazo” (156).

No es este el lugar para analizar los eventuales efectos del Plan sobre el crecimiento potencial de la UE a largo plazo, sino su utilidad como instrumento de política anticíclica. Lo primero que hay que decir es que la forma de actuar de la nueva Europa del euro resulta parsimoniosa para los observadores del otro lado del Atlántico, mucho más dados a la acción flexible, rápida y discrecional en su política anticíclica. Pero esta es la pauta inherente al compromiso constitucional europeo, basado en el establecimiento y el cumplimiento de reglas, lo que excluye en buena medida las medidas discrecionales –sólo aceptables, con limitaciones, en caso de que existiera un verdadero gobierno europeo–.

II.3.6 El “santo temor al déficit” y la reforma institucional

Al analizar el carácter estrictamente limitado de la política monetaria del BCE con vistas al manejo del ciclo económico –dado su cometido exclusivo de velar por la estabilidad de precios– Eichengreen considera que la limitación de autonomía de la política fiscal y presupuestaria anticíclica de los gobiernos nacionales establecida en el Pacto de Estabilidad sólo se justifica por el objetivo de evitar que los Estados miembros del euro pospongan las reformas estructurales de las instituciones que producen el déficit o la deuda excesiva y hagan pagar a los demás –o a generaciones sucesivas– las consecuencias de su ineficiencia macroeconómica, transmitiendo los desequilibrios en el espacio intraeuropeo durante sus recesiones cíclicas. El problema se agravará, además, con la futura ampliación, que incorporará a la Unión un conjunto de países con tasas de crecimiento superiores, como consecuencia de la convergencia real, en los que el tipo único de interés nominal de la zona monetaria euro se convertirá en tipos reales muy distintos, debido a los diferenciales de inflación derivados del “efecto Balassa-Samuelson” –ampliando la heterogeneidad que ya se observa en España y en los países con menor renta *per capita*.

En opinión de Eichengreen el pacto así concebido no será eficiente porque, aun cuando llegara a aplicarse, no corregiría el problema de los déficit crónicos, por lo que a la larga no alcanzará la legitimidad necesaria para recabar el apoyo político que requerirá su aplicación en casos extremos. La alternativa propuesta –que no es más que un

mecanismo reglado para introducir flexibilidad en el pacto— consiste en ocuparse directamente de las instituciones fiscales y presupuestarias fundamentales, en lugar de fijarse sólo en los resultados que se derivan transitoriamente de ellas.

Para ello habría que explicitar abiertamente las áreas y los contenidos concretos de las reformas exigibles a los Estados miembros —o los procedimientos para determinarlas y los indicadores para realizar su seguimiento— flexibilizando, en caso necesario, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos por encima de los límites del pacto sólo a aquellos países que hubieran cumplido adecuadamente sus “deberes de reforma estructural”. Básicamente las instituciones nacionales creadoras de déficit estructural son cuatro: empresas públicas ineficientes demasiado grandes para dejarlas ir a la quiebra; sistemas públicos de pensiones de reparto no sostenibles a largo plazo; mercados de trabajo rígidos y costosos programas de bienestar social, e instituciones presupuestarias con caja única que invitan a viajar sin billete (*free-riding*). Todos estos problemas están bien detectados y son objeto de seguimiento periódico por las instituciones de la Unión y por los analistas académicos. Sólo resta establecer un “índice de la reforma institucional”, otorgando —por ejemplo— un punto a cada una de las áreas de reforma y estableciendo una puntuación a partir de la cual el país afectado no recibiría penalizaciones en caso de incumplir la regla del déficit como consecuencia del funcionamiento de los estabilizadores automáticos durante la recesión.

Se trataría, pues, de un sistema reglado, pero flexible, aunque no basado estrictamente en números, sino en indicadores del avance en el cumplimiento de los objetivos comunes, que podría devolver un cierto grado de autonomía a la política cíclica cuando el país afectado venga practicando políticas cooperativas —porque su lucha anticíclica resultará beneficiosa para todos— e introduciría un verdadero estímulo para avanzar en la reforma. La simulación aplicando este modelo de pacto flexible a la situación actual, con ayuda de los indicadores de reforma institucional más solventes de la literatura económica disponible, indican que Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Austria y el Reino Unido podrían quedar eximidos de los límites cuantitativos del Pacto de Estabilidad. No así Francia, Alemania, Italia, ni España (157).

Esa misma lógica puede aplicarse también a la utilización de la “Iniciativa Europea de crecimiento” con propósitos verdaderamente anticíclicos, lo que implica la modulación del lanzamiento de los diferentes proyectos en razón de la coyuntura cíclica. Al disponerse de un plan exhaustivo de “bienes públicos de interés europeo”, como el propuesto por el Grupo Van Miert de Alto Nivel, dispuestos para su lanzamiento y en espera de financiación, su ejecución podrá llevarse a cabo con geometría variable —en el tiempo y en el grado de cofinanciación aportado por el Presupuesto de la Unión—. Esto dotará a la futura UE de un instrumento que reúne la doble condición de contribuir a elevar el crecimiento potencial de la zona con carácter estructural, y de facilitar al mismo tiempo la eliminación del *output gap*, suavizando las fluctuaciones cíclicas.

Toda la reflexión y la parafernalia de indicadores de Eichengreen resulta trasladable a este instrumento, ya que para recabar la aplicación asimétrica del plan, el país o países afectados —como hicieron Francia y Alemania en septiembre de 2003— deberían presentar una hoja limpia en el cumplimiento de sus deberes de reforma institucional. En ausencia de esta hoja, la Unión solo podría aprobar la ejecución de los proyectos solicitados a condición de que el país o países presentasen un programa riguroso de reformas a llevar a cabo durante la fase de ejecución de aquellos —y como condición efectiva para obtener la financiación común, con cláusulas de suspensión, devolución o penalización en caso de incumplimiento. Así parece haberlo entendido el conjunto de partidos del arco parlamentario alemán, al consensuar el 15 de diciembre de 2003 un programa de reformas estructurales sobre 49 leyes —incluidas algunas esenciales para el marco institucional del mercado de trabajo y el sistema de bienestar—, como paso previo

a la entrada en vigor en 2004 de una importante reducción en la presión fiscal. La reacción se produce al final del primer año desde 1993 en que el crecimiento de la economía alemana resultó negativo –y del primer trienio desde la Guerra con crecimientos por debajo del 1%–. Francia, en cambio, –cuyo crecimiento medio en 2003 fue del 0,2%, terminó el año creciendo al 0,6% y prevé un crecimiento del 1,7% en 2004, se limitó a hacer nuevas previsiones, según las cuales el déficit en 2005 será del 2,9% del PIB. Todo ello se produjo al día siguiente de la aprobación de la nueva Acción Europea para el Crecimiento en el Consejo Europeo de Bruselas –que, sin embargo, fracasó en la adopción de la nueva Constitución para la UE ampliada– (158).

CONCLUSIÓN

El G-3 se encuentra amenazado o inmerso en una situación de deflación con trampa de liquidez, lo que supondría caer por un precipicio económico. Aunque las etiologías de los males de cada área son por completo diferentes –así como las oportunidades e indicios de una recuperación duradera– en caso de recaída siempre aparece el mismo diagnóstico: las causas que condujeron a la situación crítica impiden también la utilización de los instrumentos de política económica disponibles para impulsar una recuperación sostenible a medio y largo plazo. Existe también el riesgo de contagio y mutuo reforzamiento. Además, en la medida en que más de una de estas áreas –o todas ellas– caigan o persistan en la situación de estancamiento y grave desequilibrio, la corrección del problema será todavía más difícil, porque las medidas beneficiosas para una zona dañarán la recuperación de las otras.

En síntesis, puede decirse que la intensidad de la amenaza actual –y la imposibilidad de corregirla con simples medidas de política monetaria y fiscal convencionales– proviene de la incapacidad o la lentitud de cada una de estas zonas para adaptarse a los *shocks* producidos por la globalización, la demografía y la nueva revolución tecnológica, que abre paso a la sociedad de la información y el conocimiento globales, cambiando la economía y la forma de interpretarla y gobernarla (159). Esta incapacidad es idiosincrásica de cada área, de modo que puede hablarse de tres males: el japonés (*J*), el americano (*A*) y el europeo (*E*).

El mal *J* ha sido calificado con un nuevo término, la “disflación” (160), que consiste en la combinación de deflación con el mayor cúmulo concebible de actuaciones equivocadas (disfuncionales) llevadas a cabo por el Gobierno japonés y los reguladores autónomos de los mercados monetario y financiero durante el último decenio. El primero se ha mostrado incapaz de acometer la liberalización y/o la re-regulación de los mercados –interior y exterior; de factores y productos–, la transparencia contable de las empresas de los *keiretsus* y el saneamiento de la banca y del sistema de pensiones, fiándolo todo a paquetes estimuladores que encubren el déficit corriente y distribuyen los bienes públicos en razón de intereses clientelares. Para obligarle a cumplir sus tareas y a pasar de un sistema de financiación dirigido por la banca a otro centrado en el mercado de capitales (161), las otras autoridades se han resistido a colaborar, acumulando ineficiencia institucional, de modo que “unos por otros, la casa por barrer”, proporcionando con su actuación un verdadero campo de experimentación para el análisis de los errores en política macroeconómica (162). Todo ello con un trasfondo de trampa de liquidez y de deuda, reflejada mejor que otra cosa por la burbuja inmobiliaria que estalló a finales de 1991 y sólo parece haber tocado suelo en 2003 (163).

El mal *A* es el de la confianza absoluta en el mercado y el de un activismo monetario, que, cuando actúa discrecionalmente, eleva igualmente la volatilidad económica, reduciendo el crecimiento, y, cuando lo hace orientado por la regla de Taylor, reproduce la política de los años setenta y tiende a sobreestimar la tasa natural de crecimiento, lo

que podría conducir a los pésimos resultados de entonces (164), por mucho que la FED haya aprendido mucho desde entonces y se muestre ahora dispuesta a invertir su actual política tan pronto repunten las expectativas de inflación observadas “a través de las encuestas y en los mercados financieros”, reafirmandose, además, en la regla de Taylor, que implica una respuesta asimétrica (165). Por el contrario, la evidencia indica que –en lugar de obsecarse en el empleo de reglas– es preferible la fijación de objetivos de inflación (166). Todo ello combinado con la acumulación exponencial de déficit de acción colectiva, de regulación –tanto a nivel doméstico como global–, y de dotación de bienes y servicios públicos, que vienen a añadirse al déficit público y al exterior (167). Este último sobrepasa ya el 5% del PIB, que es la mediana del punto en que los mercados se resisten a continuar financiándolo, por mucho que la deuda bruta norteamericana con el exterior suponga todavía un modesto 25% del PIB (168). La proyección del déficit público para el próximo decenio implica, por su parte, una grave amenaza para la estabilidad monetaria y supondrá una elevación de hasta un punto en los tipos de interés de los países industrializados, con el consiguiente impacto negativo sobre su crecimiento (169).

Además, las insuficiencias del Estado de Bienestar (170) hacen gravitar la cobertura de riesgos sobre los planes médicos y de pensiones de las empresas, insuficientemente dotados y amenazados de insolvencia (171), a lo que se añade el saqueo de los fondos de inversión por sus gestores (172), con la consiguiente amenaza de trampa de liquidez a medio plazo. Finalmente, el nivel actual de protección no será sostenible cuando empiece a jubilarse la generación del *baby-boom* a partir de 2008, momento en el que la política fiscal “a la argentina” (173), practicada actualmente por el Partido Republicano (174), ya habrá “matado de hambre al animal”, si los electores no lo impiden, ahora que todavía queda tiempo para corregirlo (175). Pero la corrección implica ahorrar más, reducir la demanda interior y reestructurar amplias zonas de la producción, tanto dentro como fuera de Norteamérica, lo que plantea nuevas incertidumbres (176). Además, la necesaria combinación de reducciones de gasto y vuelta atrás en las pasadas reducciones de impuestos no resulta electoralmente rentable para ningún partido, de modo que sólo son practicables a través del consenso, pero cuando éste se alcance puede ser ya demasiado tarde (177).

En suma, aparentemente entre los años ochenta y noventa Norteamérica pasó de estar en la parte superior de la curva de Laffer –en donde una reducción de la provisión de bienes públicos eleva el potencial de crecimiento– a situarse en la parte inferior, en donde sin una elevación de tal dotación el crecimiento se desacelera (178), porque de poco vale la I+D en microelectrónica si falta electricidad y si Silicon Valley se quema por falta de planificación ecológica a largo plazo. El problema es que nadie ha podido definir todavía los parámetros de la curva de Laffer, y resulta fácil manipular la idea a efectos meramente electorales, para justificar bajadas de impuestos (179). Y en esta situación, la elevación desproporcionada de los gastos del gobierno sólo tiene efectos expansivos sobre la demanda si la mayoría de los hogares se comporta inconscientemente, haciendo caso omiso del “efecto ricardiano” (180). Porque aquellos gastos, junto a los estímulos fiscales para reactivar la economía a corto plazo, son sencillamente “pan para hoy y hambre para mañana”.

El mal *E* está sobrediagnosticado: consiste en la proverbial falta de flexibilidad de los mercados de productos y de factores –particularmente los de trabajo–, o euroesclerosis, y en la excesiva proclividad hacia la dotación de bienes y servicios públicos, incluso en áreas en que la acción colectiva resulta ineficiente y estimula el abuso, el derroche y el afán por viajar sin billete. Una estimación reciente indica que los límites y barreras a la competencia son responsables aproximadamente de la mitad del *output gap* en la eurozona (181). Al mismo tiempo, este exceso de bienes públicos, regulación y sistemas de protección en el ámbito nacional, contrasta con un enorme déficit de regulación homogénea, bienes públicos, infraestructuras y mecanismos de transferencia coyuntural

de recursos a escala europea. Existe todavía una fuerte inconsistencia entre el nuevo interés público europeo y los intereses públicos nacionales. La escrupulosa atención hacia estos últimos forma un velo que impide ver que un crecimiento más equilibrado en lo temporal y en lo territorial –impulsando el crecimiento de forma asimétrica: con carácter estructural y territorial, para fomentar la convergencia, y con carácter coyuntural, para suavizar el ciclo– no es un juego de suma cero en el que lo que unos ganan otros lo pierden, sino que resulta beneficiosa, no sólo para los países directamente favorecidos durante cada fase cíclica o por cada política estructural, sino para todos. Pero el proceso de aprendizaje (*learning by doing*) de la UE no ha hecho más que empezar (182).

Después de que el ECOFIN dejara en suspenso el Pacto de Estabilidad, decidiendo no sancionar a Francia y Alemania el 25 de noviembre pasado, parece claro que esa regla ha quedado inutilizada, por mucho que la Comisión prosiga ejerciendo su función de vigilancia y coordinación de las políticas económicas, mientras el Tribunal resuelve su litigio contra el Consejo (183). Se trata en cualquier caso de una pérdida irreparable, ya que quiebra el sistema normativo fundacional de la eurozona, pero probablemente resultaba inevitable porque el Pacto es antinatural, por procíclico –como lo evidencia el caso de Portugal, hundido en la recesión por la imposición de cumplirlo a rajatabla–, al exigir el bloqueo de los estabilizadores automáticos precisamente en el momento en que son más necesarios, al igual que lo sería la pretensión alemana de tomar represalias contra España por su elevada inflación, cuando ésta se deriva del efecto Balassa-Samuelson, inherente al proceso de convergencia real –o la escasa prioridad concedida por Francia, pese al Informe Van Miert, a las inversiones para facilitar las conexiones de transportes e infraestructuras con España– (184). Hoy resulta evidente la necesidad de disponer de una verdadera política anticíclica a nivel europeo –combinada con la de equilibrio territorial– para compensar el impacto asimétrico de la política monetaria única y de los *shocks* externos, sin que ello signifique pretexto alguno para dejar de acometer las reformas estructurales, cuyos principales efectos sólo resultan observables a largo plazo (185).

Lo que sucede es que la presión debería aplicarse y las penalizaciones habría que imponerlas a los países que no equilibren sus presupuestos u obtengan superávit en la fase de auge, cuando el saneamiento de las cuentas depende de su propia política estructural, y no cuando se ven arrastradas por los estabilizadores automáticos, que ayudan a la recuperación de todo el área. De este modo el Pacto tendría efectos contracíclicos, acumulando los recursos depositados por sanción cuando los países que crecen por encima de sus posibilidades no hacen sus deberes estructurales –lo que drenaría liquidez y les ayudaría a moderar el auge, previniendo la formación de burbujas, e inyectándolos durante las fases recesivas. Esa debería ser la clave de la inevitable reforma del Pacto, cuyo lema podría ser: “Mano dura y reformas en tiempos de vacas gordas, por flexibilidad y financiación en tiempos de vacas flacas”.

NOTAS:

- (1) El texto del informe puede verse en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.htm>.
- (2) IMF, *Should We Be Worried About 'Deflation?*, Washington DC, 29/5/2003. La transcripción del Forum puede verse en <http://www.imf.org/external/np/tr/2003/tr030529.htm>.
- (3) John Hicks, "Mr Keynes and the Classics: A Suggested Simplification", 1937, *Econometrica*.
- (4) Véase Paul Krugman, "Thinking About the Liquidity Trap", <http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html>.
- (5) Una síntesis teórica y un gráfico en <http://cepa.newschool.edu/het/essays/keynes/realbalances.htm>. Un análisis detallado puede verse en "From Keynes to the Neoclassical Synthesis", y, en general, en las *Econ815 Lecture Notes*, de Huw Lloyd-Ellis, <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/lloyd-ellis/econ815/815notes.html>.
- (6) Véase Olivier Blanchard, "Automatic Fiscal Stabilizers", *FRBNY Economic Policy Review*, IV/2000, disponible en <http://econ-www.mit.edu/faculty/blanchar/files/files/100blan.pdf>.
- (7) David H. Romer y Christina D. Romer, "What Ends Recessions?", NBER working paper n° 4765, VI/1994, en <http://www.nber.org/papers/w4765>.
- (8) David H. Romer y Christina D. Romer: The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy, en *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2002.
- (9) J. Bradford DeLong y Lawrence H. Summers (1993), "Macroeconomic Policy and Long-Run Growth", en *Policies for Long-Run Economic Growth* (Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City), pp. 93-128. Disponible en http://www.j-bradford-delong.net/movable_type/2003_archives/000080.html.
- (10) Véase Joseph E. Stiglitz, *Los felices noventa. La semilla de la destrucción*, Taurus, Madrid, 2003. Para las cuentas públicas, véase <http://www.census.gov/prod/2002pubs/01statab/fedgov.pdf>, para el crecimiento del PIB <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/gdpchg.xls>.
- (11) Véanse Dale W. Jorgenson, "Economic Growth in the Information Age", e "Information Technology and the G7 Economies", ambos en <http://post.economics.harvard.edu/faculty/jorgenson/papers/papers.html>.
- (12) Véase D.M. Covitz y P. Harrison, "Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate", *FRB Finance and Economics Discussion Series*, 2003-68, en <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200368/200368abs.html>.
- (13) Véase Lawrence Ball y N. Gregory Mankiw, "The NAIRU in Theory and Practice", IV/2002. <http://papers.nber.org/papers/W8940>, *Journal of Economic Perspectives*.
- (14) Véase David H. Romer y Christina D. Romer, "A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950's", *American Economic Review*, V/2002, y "The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy", ya citado. Ambos trabajos pueden verse en <http://emlab.berkeley.edu/users/dromer/>.
- (15) Véase Laurence Ball y David Romer, "Inflation and the Informativeness of Prices", *Journal of Money, Credit, and Banking*, IV/2003, en <http://emlab.berkeley.edu/users/dromer/>.
- (16) Irving Fisher, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, v.1, n° 4, X/1933, pp. 337-357. Una explicación sencilla, en <http://cepa.newschool.edu/het/essays/keynes/counterattack.htm>.
- (17) La teoría de los sistemas complejos permitió demostrar que la deflación de deuda no corresponde a la idiosincrasia de las economías emergentes, sino que era una posibilidad real. Véase S. Keen, "The Nonlinear Dynamics of Debt Deflation", *Complexity International*, Vol 6, I/1999, disponible en <http://journal-ci.csse.monash.edu.au/ci/vol06/>.

- (18) Véase “Rational Expectations and the Lucas Critique” en <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/lloyd-ellis/econ815/815notes.html>.
- (19) Véase N. Gregory Mankiw, Ricardo Reis y Justin Wolfers, *Disagreement about Inflation Expectations*, NBER Working Paper N° w9796, VI/2003, en <http://papers.nber.org/papers/W9796>.
- (20) N. Gregory Mankiw y Ricardo Reis, *Sticky Information Versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve*, NBER Working Paper No. w8290, VI/2001, <http://www.nber.org/papers/w8290>, y *Sticky Information: A Model of Monetary Nonneutrality and Structural Slumps*, NBER Working Paper 8614, XII/2001, <http://www.nber.org/papers/w8614>.
- (21) Véase Otmar Issing, “Monetary Policy in Uncharted Territory”, Stone Lecture, London, 3/XI/2003, en <http://www.ecb.int/key/03/sp031103.pdf>.
- (22) Lawrence Ball y N. Sheridan, “Does Inflation Targeting Matter?”, en <http://www.econ.jhu.edu/People/Ball/>.
- (23) Véase “Maintaining Price Stability. Remarks by Governor Edward M. Gramlich”, 1/X/2003, disponible en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031001/default.htm>.
- (24) Véase Matt Klaeffling y Victor López Pérez, “Inflation Targets and the Liquidity Trap”, IX/2003, ECB Working Paper No. 272, <http://www.ecb.int/pub/wp/ecbwp272.pdf>.
- (25) Véase George Akerlof, William Dickens y George Perry, “Low Inflation or No Inflation: Should the Federal Reserve Pursue Complete Price Stability?”, <http://www.brook.edu/comm/policybriefs/pb004/pb4.htm>, *Policy Brief* n° 4, VIII/1996. La investigación completa, en “The Macroeconomics of Low Inflation”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996:1, pp. 1-76. Reelaborado, incluyendo una nueva curva de Phillips, como “Near-Rational Wage and Price Setting and the Optimal Rates of Inflation and Unemployment”, *Brookings Economic Papers*, 2/VI/2000, <http://emlab.berkeley.edu/users/akerlof/docs/inflatn-employ.pdf>, sintetizada en <http://www.brookings.org/views/papers/dickens/20000602.htm>.
- (26) Véase “Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the 28th Annual Policy Conference: *Inflation Targeting: Prospects and Problems*”, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, 17/X/2003, disponible en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031017/default.htm>.
- (27) Simplificación sugerida por el propio Taylor (<http://research.stlouisfed.org/conferences/homer/rule.html>) en 1998. Una explicación en John B. Taylor “Monetary Policy and The Long Boom”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, XI-XII/1998, pp. 3-11, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/98/11/9811jt.pdf>. Véase la literatura sobre la regla en <http://www.stanford.edu/~johntayl/PolRulLink.htm#Technical%20articles>.
- (28) Véase “The Strategy of Monetary Policy. Remarks by Governor Laurence H. Meyer”, Middlebury College, Vermont, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980316.htm>, 16/III/1998.
- (29) Enfoques críticos pueden verse en James Galbraith, “Time to Ditch the NAIRU”, *Journal of Economic Perspectives* Vol. 11, No. 1, Winter 1997, pp. 93-108. Joseph Stiglitz, “Reflections on the Natural Rate Hypothesis”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 1, Winter 1997, pp. 1-8.
- (30) Véase Jon W. Eller and Robert J. Gordon “Inflation and Unemployment in the New Economy: Is the Trade-off Dead or Alive?”, 22/VI/2002, en <http://faculty-web.at.nwu.edu/economics/gordon/ARNfull.pdf>, que proporcionan, además, una revisión *ex post facto* de las tesis subyacentes al debate Greenspan-Yardeny, al que se hace referencia más adelante.
- (31) Véase Jordi Galí y Mark Gertler, “Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis”, *Journal of Monetary Economics*, 44, 1999, pp. 195-222, <http://www.nyu.edu/econ/user/gertler/jme99.pdf>.
- (32) Véase Katharine S. Neiss y Edward Nelson, “Inflation Dynamics, Marginal Cost, and the Output Gap: Evidence from Three Countries”, Preliminary, VI/2002,

<http://www.nber.org/~confer/2002/isom02/nelson.pdf>.

(33) Véase Marika Karanassou, Héctor Sala y Dennis J. Snower, "The European Phillips Curve: Does the NAIRU Exist?", *Applied Economics Quarterly*, 2003, n° 49 (2), pp. 93-121. También en <ftp://ftp.iza.org/dps/dp876.pdf> [IZA DP 876].

(34) El punto de partida fue "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity* 1998: 2, 1999, William C. Brainard y George L. Perry, editores, pp. 137-187, en <http://brookings.nap.edu/books/0815711956/html/137.html>. Todos los materiales de Paul Krugman a que se refiere este trabajo pueden verse en sus páginas oficiales <http://www.mit.edu/people/krugman/index.html> y <http://www.wss.princeton.edu/~pkrugman/>.

(35) Willem H. Buiter y Nikolaos Panigirtzoglou, *Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them*, NBER, working Paper n° 7245, VII/1999, en <http://papers.nber.org/papers/W7245>.

(36) J. Bradford DeLong, "Why We Should Fear Deflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999: 1, 1999, en: <http://brookings.nap.edu/books/0815712596/html/225.html#pagetop>, W. Brainard y G. Perry, eds, pp. 225-241.

(37) Véase una biografía de Silvio Gesell y su obra *The Natural Economic Order*, traducida por Philip Pye en: <http://www.systemfehler.de/en/neo/gesell.htm>.

(38) Véase A. Espina, "Deuda pública y confianza en el gobierno de España bajo los Austrias", *Hacienda Pública Española*, n° 156, 1/2001.

(39) Véase G.B. Eggertsson y M. Woodford, "Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap", NBER Working Paper N° 9968, IX/2003, en <http://papers.nber.org/papers/W9968>.

(40) Véase Ben S. Bernanke y Vincent R. Reinhart, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", Paper presented at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, 3/I/2004, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>. Una breve descripción de las vicisitudes de la política de relajación cuantitativa escasamente ortodoxa practicada por el BoJ entre 1998 y 2002 la dio Nobuyuki Nakahara –antiguo miembro del Consejo del Banco de Japón– en *NBER 2002 Japan Conference. A Summary of the Papers*, disponible en <http://www.nber.org/2002japanconf/jpn.pdf>, pp. 27-29.

(41) Véase Lawrence Ball, N. Gregory Mankiw y Ricardo Reis, *Monetary Policy For Inattentive Economies*, I/2003, en <http://www.econ.jhu.edu/People/Ball/>.

(42) Ver un modelo explicativo de estos ciclos en EEUU en D. Comin y M. Gertler, "Medium Term Business Cycles", *NBER Working Paper Series*, WP 10003, IX/2003, en <http://www.nber.org/papers/w10003>.

(43) Todas las series empleadas en los gráficos provienen de la base de datos BDSICE del Ministerio de Economía. Para los gráficos 1, 2 y 3, las tasas de paro originales corresponden a las series "620020", "620021" y "620080"; las de PIB trimestral a precios constantes, a las series "hwh95020", "hwh95021" y "hwh95080".

(44) Véase A.M. Okun, "Potential GNP: Its Measurement and Significance", American Statistical Association, *Proceedings of the Business and Economics Section*, 1962, pp. 98-103. Una historia y una evaluación crítica de la ley, con las razones econométricas de la sobreestimación de Okun y su reproducción a lo largo del tiempo, en Humberto Barreto y Frank Howland, "There Are Two Okun's Law Relationships Between Output and Unemployment", 1993, <http://www.wabash.edu/depart/economic/Faculty%20Work/Okun/okun93.pdf>.

(45) Véase D. Altig, T. Fitzgerald y P. Rupert, "Okun's Law Revisited: Should We Worry about Low Unemployment?", FRB Cleveland, 15/V/1997, <http://www.clev.frb.org/research/com97/0515.htm>.

(46) Según el contraste de la ley para 15 países de la OCDE realizado por L. Sögner y A. Stiassny, "A Cross-Country Study on Okun's Law", *Vienna University of Economics and Business Administration Working Papers Series*, WP N° 13, IX/2000, en <http://www.wu-wien.ac.at/inst/vw1/gee/papers/gee/wp13.pdf>.

- (47) Véase Masahiko Aoki, "Toward an Economic Model of the Japanese Firm", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVII, 3/1990, pp. 11-27.
- (48) Véase Masahiko Aoki, "Why Diverse Organizational Conventions Exist and How We Can Benefit From Diversity: An Evolutionary Game Parable", mimeo, Barcelona, V/1994, 26 pp.
- (49) Véase R.A. Braun, D. Ikeda y D.H. Joines, "Saving and Interest Rates in Japan: Why they have Fallen and Why they will Remain Low", 12/IX/2003, http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~hayashi/PDF_files/Braun-Ikeda-Joins.pdf.
- (50) Véase Takao Kato, "The End of Lifetime Employment in Japan?: Evidence from National Surveys and Field Research," *Journal of the Japanese and International Economics*, 15, 2001, pp. 489-514. Una presentación sintética mediante diapositivas puede verse en Takeo Hoshi, IRGN 471, *The Japanese Economy*, en <http://www2-irps.ucsd.edu/faculty/thoshi/Teaching/JpEcon/Lect7.ppt>.
- (51) Véanse David Weinstein y Yishay Yafeh, "Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 43, n° 4, XII/1995, pp. 359-376; y "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", *The Journal of Finance*, vol 53, n° 2, IV/1998, pp. 635-72.
- (52) Véase Ronald D. Lee, Andrew Mason y Tim Miller, "Saving, Wealth, and Population", 22/X/1998, <http://www.demog.berkeley.edu/~tmiller/papers/p1998.saving.wealth.pdf>, y C.Y. Horioka y W. Watanabe, "Why Do People Save? A Micro-Analysis of Motives for Household Saving in Japan", Osaka Institute of Social and Economic Research, WP n° 190, 1996, <http://netec.mcc.ac.uk/BibEc/data/Papers/fthosakae412.html>.
- (53) Véase R.A. Braun, D. Ikeda y D.H. Joines, "Saving and Interest Rates in Japan: Why they have Fallen and Why they will Remain Low", 12/IX/2003, http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~hayashi/PDF_files/Braun-Ikeda-Joins.pdf.
- (54) Véase David W. Campbell, "Explaining Japan's Saving Rate", Contemporary Japan Centre, Essex University, Working Paper N° 135, I/1995, <http://econwpa.wustl.edu/eps/mac/papers/9902/9902004.pdf>.
- (55) Véase R.A. Braun, D. Ikeda y D.H. Joines, "Saving and Interest Rates in Japan...", ya citado. También Takeo Hoshi, "The Japanese Economy", <http://www2-irps.ucsd.edu/faculty/thoshi/Teaching/JpEcon/IRGN471.htm> (especialmente Lect3.ppt, sobre ahorro e inversión).
- (56) Para un análisis *ex post facto*, véase Adam S. Posen, "Implementing Japanese Recovery", Institute for International Economics, Policy Brief 99-1, I/1999, en <http://www.iie.com/publications/pb/pb99-1.htm>.
- (57) Para una evaluación rigurosa de la eficacia de la política presupuestaria expansiva, véase K.N. Kuttner y A.S. Posen, "Passive Savers and Fiscal Policy Effectiveness in Japan", <http://www.iie.com/publications/wp/2002/02-2.pdf>.
- (58) Véase Martin Wolf, "Rivals and Partners", *Financial Times*, 7/X/2003.
- (59) David Asher y Robert H. Dugger, "Could Japan's Financial Mount Fuji Blow its Top?", MIT Japan Program, *Working Paper Series # 00-01*, 15/V/2000. Una síntesis de las principales conclusiones de este trabajo puede verse en <http://web.mit.edu/ssp/spring00/asher.htm>.
- (60) Véase K. Murata, "Precautionary Savings and Income Uncertainty: Evidence from Japanese Micro Data", *Monetary And Economic Studies*, XI/2003, <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/2003/me21-3-2.pdf>.
- (61) Véase Barney Jopson, "Japan Warned Over Huge Pensions Gap", *Financial Times*, 23/X/2003.
- (62) David W. Campbell y Wako Watanabe, "Household Saving in Japan", *The Japanese Economic Review*, vol. 52, no. 2, VI/2001, pp. 243-50, y en <http://www.iss-u-tokyo.ac.jp/Paper/pdf/CamWatJun97.pdf>.
- (63) En http://economist.com/displaystory.cfm?story_id=S%27%29H%2C%2BQ1%27%21%210%20%2C%0A, "What Ails Japan?", *The Economist*, 18/IV/2002.

- (64) Véanse “Doubts Raised over Y4,000bn Debt Forgiveness” y “Japanese Banks Criticised over Debt Packages”, *Financial Times*, 11/XI/2003.
- (65) Véase *Financial Times*, 10/X/2003, y *The Economist*, “A Yen for the Economist Banks”, 7/VIII/2003. A largo plazo la política de revitalización bancaria aumentará la inversión, pero a corto plazo se corre el riesgo de provocar racionamiento de crédito: K. Farrant, B. Markovic y G. Sterne, “The Macroeconomic Impact of Revitalising the Japanese Banking Sector”, en <http://www.bankofengland.co.uk/qb/qb030404.pdf> (BOE Quarterly Bulletin, Winter 2003).
- (66) Véase Gerald Caprio Jr. y Daniela Klingebiel, “Bank Insolvencies: Cross-Country Experience”, Policy Research Working Paper 1620, 1996, World Bank, Washington DC. Una síntesis en Gerard Caprio Jr. y Daniela Klingebiel, “Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, and Bad Banking,” en Michael Bruno y Boris Pleskovic, eds., *Annual Bank Conference on Development Economics*, 1996, The World Bank. Disponible en <http://www.worldbank.org/research/pdffiles/abcde96.pdf>.
- (67) Véase “Along with their Jobs and Pensions, Japanese Now Fear for their Safety”, *The Economist*, 23/X/2003, en http://www.economist.com/world/asia/displayStory.cfm?story_id=2156625.
- (68) Véase “Yen Lower After BoJ Suspected of Intervention”, *Financial Times*, 11/XI/2003.
- (69) Véase “Japanese Overcome Fear of Overseas Equity”, *Financial Times*, 12/XI/2003.
- (70) Véase “Japan Ex-PM Nakasone Accuses Koizumi of ‘Political Terrorism’ ” AFP, 23/X/2003, 1:50pm, http://www.channelnewsasia.com/stories/afp_asiapacific/view/53706/1/.html.
- (71) Véase una explicación pormenorizada de los fundamentos de su programa económico, en *Challenges and Directions of Economic and Industrial Policy in Japan*, Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), X/2003, en <http://www.meti.go.jp/english/information/downloadfiles/c0310EIPe.pdf>.
- (72) Véase el comentario “Investing in Shares” de P. Skypala con ese mismo título en *Financial Times*, 4/X/2003.
- (73) Véanse las series anuales en <http://www.boj.or.jp/en/stat/sk/data/ske3.pdf> (*Bank of Japan Statistics and Other Key Statistics*). El comentario sobre los últimos datos en “Japan’s Quarterly Expansion Beats Forecast”, *Financial Times*, 14/XI/2003.
- (74) Véanse “Markets in Japan Disappointed with Elections” y “Japan’s Ruling Coalition Clinches Poll Victory”, en *Financial Times*, 10/XI/2003.
- (75) Véase Paul Krugman, “The Fear Economy”, *The New York Times*, 30/IX/2001.
- (76) Véase “Question: Is There a New Economy?, Remarks by Chairman Alan Greenspan”, UC at Berkeley, 4/IX/1998, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980904.htm>.
- (77) *The Federal Reserve’s Semiannual Monetary Policy Report, Testimony Before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy of the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, 24/II/1998, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1998/february/testimony.htm>. Véase también su declaración ante el Joint Economic Committee de 17/VI/1999.
- (78) Véase “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society. Remarks by Chairman Alan Greenspan at The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., December 5, 1996”, disponible en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>. El ataque de Yardeni en Deutsche Morgan Grenfell (<http://www.cap.uni-muenchen.de/fgz/downloads/neweconomy/productivity.pdf>), *Weekly Economic Analysis*, 9/IX/1997.
- (79) Sintetizada por sus propios autores en J.Y. Campbell y R.J. Shiller, “Valuations and the Long-Run Stock Market Outlook. Ratios are Extraordinarily Bearish”, *The Journal of Portfolio Management*, Winter 1998, disponible en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/online/jpmalt.pdf>.

(80) Véase el debate entre Schiller y Siegel (autor del *bestseller* de 1994 *Stocks for the Long Run*, considerado como la biblia del inversor de los noventa), celebrado en Wharton en junio de 2002, reconsiderando todo este proceso, en <http://knowledge.wharton.upenn.edu/articles.cfm?catid=1&articleid=577>.

(81) Véase W.D. Nordhaus, "The Story of a Bubble", *The New York Review of Books*, Volume 51, N° 1, 15/I/2004, <http://www.nybooks.com/articles/16878>.

(82) Véase el trabajo de Eller y Gordon ya citado.

(83) Ben Bernanke y Kenneth Kuttner

(http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr174.html), "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?", Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, X/2003. Sintetizado en "Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Banking and Finance Lecture, Widener University",

<http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2003/20031002/default.htm>.

(84) Véase Olivier Blanchard, "Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy. Comments on Jinushi et al, and on Bernanke", I/2000,

<http://econ-www.mit.edu/faculty/blanchar/files/files/japan211.pdf>.

(85) Véase "Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Federal Reserve Bank of Dallas Conference on the Legacy of Milton and Rose Friedman's *Free to Choose*", Dallas, Texas, 24/X/2003, en

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031024/default.htm>.

(86) Véase Adam S. Posen, "It Takes More than a Bubble to Become Japan", Institute for International Economics, WP 03-9, en <http://www.iie.com/publications/wp/2003/03-9.pdf>.

(87) Accesibles en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2003/>. En las primeras se afirmaba: "The Committee perceives that the upside and downside risks to the attainment of sustainable growth for the next few quarters are roughly equal. In contrast, the probability, though minor, of an unwelcome substantial fall in inflation exceeds that of a pickup in inflation from its already low level. On balance, the Committee believes that the latter concern is likely to predominate for the foreseeable future." En agosto se afirmó: "The Committee judges that, on balance, the risk of inflation becoming undesirably low remains the predominant concern for the foreseeable future." En cambio, en diciembre: "The probability of an unwelcome fall in inflation has diminished in recent months and now appears almost equal to that of a rise in inflation."

(88) "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here. Remarks by Governor Ben S. Bernanke", 21/XI/2002, en

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>. Véase

también A. Ahearne et al., "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers, Number 729*, VI/2002,

<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/729/default.htm>.

(89) Alan Greenspan, "Monetary Policy under Uncertainty", simposio en el Federal Reserve Bank de Kansas City, 29/VIII/2003,

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030829/default.htm>.

(90) "Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Bloomberg Panel for the Outlook on the U.S. Economy", Nueva York, 4/IX/2003,

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/200309042/default.htm#table1>.

(91) Disponible en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/july/testimony.htm>.

(92) Véase "¿Puede el déficit estadounidense llegar a alcanzar los 45,47 billones de dólares?", *Universia*, 30/VII-12/VIII, en <http://www.wharton.universia.net/>, y "Alarms from Uncle Sam's Auditor", *BusinessWeek online*,

http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jul2003/nf20030717_6438_db053.htm?c=bwinsiderjul19&n=link6&t=email, 17/VII/2003.

(93) El simple anuncio de tales medidas causa movimientos bruscos en los mercados y pérdida de confianza en el regulador: "The Fed Needs the Bond Market's Faith. A Communication Breakdown Between Greenspan & Co. and Investors has Turned the Staid Bond Market into a Maddening Mess", *BusinessWeek online*, 17/VII/2003, en

http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jul2003/nf20030717_8644_db042.htm?c=bwinsiderjul19&n=link4&t=email, y “Susto en los mercados de deuda”, *El País*, Negocios, 6/VII/2003. Pero, en palabras de Brad DeLong: “es peor provocar desempleo que incomodar al rentista”, *op. cit.*, (en versión provisional), disponible en http://www.j-bradford-delong.net/Econ_Articles/deflation.html.

(94) “An Unwelcome Fall in Inflation? Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the Economics Roundtable, University of California, San Diego, La Jolla, California”, 23/VII/2003, disponible en

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030723/default.htm>.

(95) Para una síntesis del tema desde su formulación por Barro en 1974 hasta el revisionismo actual, véase Aaron Steelman, “Budget Deficits and Interest Rates”, <http://www.rich.frb.org/pubs/regionfocus/summer03/update.html>.

(96) “Remarks by Chairman Alan Greenspan At the Securities Industry Association annual meeting, Boca Raton, Florida”, 6/XI/2003,

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031106/f1>.

(97) Véase “America’s Deficits: A flood of Red Ink”, *The Economist*, 6/XI/2003, que sintetiza las principales cifras relacionadas con el déficit.

(98) Véanse Paul Krugman, “The Tax-Cut Con”, *NYTimes.com* > *Magazine*, 14/IX/2003, y “Cómo combatir a Bush en los impuestos”, *El País*, Negocios, 16/XI/2003.

(99) Deutsche Welle, 2003, 15/X y 12/XII, http://dw-world.de/spanish/0,3367,6070_A.

(100) Ver los datos y la situación del empleo según el gobierno en

<http://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm>. Según los sindicatos, en

<http://www.aflcio.org/yourjobeconomy/jobs/jobcrisis.cfm>.

(101) Véase Erica L. Groshen y Simon Potter, “Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?”, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Volume 9, N° 8, VIII/2003,

http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci9-8.pdf.

(102) Datos disponibles en

<http://www.federalreserve.gov/Releases/G17/Current/table12.htm>.

(103) Véase “The Jobless Recovery, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Global Economic and Investment Outlook Conference, Carnegie Mellon University, Pittsburgh, Pennsylvania”, 6/XI/2003, en

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/200311062/default.htm>.

(104) Los datos, en <http://www.bea.gov/bea/dn/home/gdp.htm>. La evaluación crítica de Stephen Roach, “The Cyclical-Structural Tradeoff”, en

<http://www.morganstanley.com/about/gsb/> (Global Economic Forum, MSDW, 24/X/2003).

También <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/> (“Bush Credits his Tax Cuts for Brisk Economic Growth”, *Washington Post*, 31/X/2003. “Last Summer’s Boom”, junto a otros comentarios sobre el presupuesto, en

http://www.j-bradford-delong.net/movable_type/archives.html. Para el ciclo de existencias: Jonathan McCarthy y Egon Zakrajsek, “Inventory Dynamics and Business Cycles: What Has Changed?”, en

<http://www.federalreserve.gov/Pubs/FEDS/2003/200326/200326abs.html> (Finance and Economics Discussion Series, 2003-26).

(105) Véase George L. Perry, “What’s Ahead After The GDP’s Big Surge”, *Brookings Institution*, 31/X/2003, en <http://www.brookings.org/views/op-ed/perry20031031.htm>.

(106) Véanse sus “Remarks” el 6-XI en

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031106/default.htm>.

(107) Véanse Duisenberg a *Expansión*, 6/X/2003. El semidiario de DeLong en <http://www.j-bradford-delong.net/>, y “Good News for the World Economy” en <http://www.economist.com/printedition/>, 6/XII/2003). También, J. Hughes, “Inward Investment Fails to Cover US Deficit”, y Martin Wolf, “The Dangers of the Dollar’s Decline”, *Financial Times*, 15-16/XII/2003 (traducido en *Expansión*, 18/XII/2003).

(108) John Mulcahy, “Asia’s Capital Flows – This Time it’s Different”, 9/X/2003, <http://www.atimes.com>.

- (109) Véase *El pulso económico en 2004, América Latina en 2004: adiós a “media década perdida”*, disponible en:
<http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=714&specialId=76>.
- (110) Véase William Easterly, Roumeen Islam y Joseph E. Stiglitz, “Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility”, en
<http://www.worldbank.org/research/growth/growth%20volatility%20jan%202000.html>
(World Bank, ABCDE 2000); el enfoque alternativo lo proporciona Alan Greenspan en “Globalization”, Bundesbank Lecture 2004, 13/I/2004, disponible en
<http://www.federalreserve.gov/whatsnew.htm>.
- (111) Véase Paul Krugman, “Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates,” *European Economic Review* 33, 1989, pp. 1055-85, disponible en
<http://papers.nber.org/papers/w2761.pdf>.
- (112) Véase Joseph E. Gagnon, “Productive Capacity, Product Varieties, and the Elasticities Approach to the Trade Balance”, *IFDP* 2003-781, X/2003,
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2003/default.htm>.
- (113) Véase Karen Dynan, Kathleen Johnson y Karen Pence, “Recent Changes to a Measure of U.S. Household Debt Service”,
<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2003/1003lead.pdf>, Fed. Reserve Bulletin, XI/2003.
- (114) Véase Alvaro Espina, “La nueva arquitectura financiera internacional”, *Leviatán*, n° 84, verano 2001, pp. 85-121 (una versión muy preliminar puede verse en
<http://www.ucm.es/info/socio1/textos/NAFITOT4.htm>).
- (115) Véase Paul Krugman, “Funds and Games”, *NYTimes.com*, 18/XI/2003. También “Es hora de poner fin a los abusos en los fondos de inversión”, en
<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=689>.
- (116) Véanse “Bogle and Siegel on the Stock Market and Corporate Reform”, Knowledge@Wharton, 25/IX/2002,
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/index.cfm?fa=viewArticle&id=627>; John C. Bogle, “What We Must Do To Restore Owners Capitalism”, 1/X/2003, en
http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20031001.html, y “The Critical Battle for Fund Reform”, http://www.businessweek.com/magazine/content/03_48/b3860028.htm.
- (117) Series BDSICE: 680003, 680004, 680007, 680009, 680024 (Francia, Alemania, Italia, Reino Unido, España).
- (118) Series BDSICE: 620003, 620004, 620007, 620009. Para España, desde 2001, serie 140030b; hasta ese año se mantienen las variaciones interanuales de la serie 140030.
- (119) Véase J. Galí y J.D. López Salido, “Una nueva curva de Phillips para España”, *Moneda y Crédito*, n° 212, 2001, pp. 265-304.
- (120) Véase A. Espina, “Política de rentas en España, 1977-1986”, *Papeles de Economía Española*, n° 22, 1985, pp. 343-360.
- (121) Véase A. Espina, “El impacto de la negociación colectiva sobre los salarios, los costes y la competitividad; un análisis gráfico”, *Cuadernos de Información Económica*, n° 124/125, VII-VIII/1997, pp. 52-82, y “El ‘Guadiana’ de la concertación neocorporatista en España: de la huelga general de 1988 a los acuerdos de 1997”, en Migélez-Prieto, eds., *Las relaciones de empleo en España*, Siglo XXI, Madrid, 1999, pp. 375-398, disponible (en versión ampliada) en <http://www.ucm.es/info/socio1/textos/espina03.html>.
- (122) Véase “Informe sobre la situación de la economía española, retos y competitividad”, en *Informes y Estudios de CEOE*, 6/2003, n° 96, XII/2003.
- (123) Elaborado a partir de las series BDSICE 480000g y 423000.
- (124) Véase el trabajo de Akerlof et al. citado en nota 24.
- (125) Véase “The Interest Rate Squeeze Starts”, *The Economist*, 6/XI/2003.
- (126) Véanse en <http://www.bankofengland.co.uk/mpc/minutes.htm#2003> las actas de las reuniones de su Monetary Policy Committee. Tras la decisión de la de 8-9/X/2003, en la de diciembre ya había un miembro que se inclinaba por elevar el tipo en 25 puntos básicos.

- (127) Para un recordatorio de que las prisas de la autoridad monetaria no están justificadas, véase “Interest Rates. Time to Go Up?”, *The Economist*, 9/X/2003, http://www.economist.com/agenda/displayStory.cfm?Story_id=2125997 y “Playing Different Games”, *The Economist*, 7/XI/2003.
- (128) Véase el cambio de tono entre el “Overview of the Inflation Report” de agosto y el de noviembre de 2003 en <http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>.
- (129) Véase “The Interest Rate Squeeze Starts”, ya citado.
- (130) Véase Adam S. Posen, “Is Germany Turning Japanese?”, Institute for International Economics, WP 03-2, en <http://www.iie.com/publications/wp/2003/03-2.pdf>, e “It Takes More than a Bubble to Become Japan”, ya citado.
- (131) Robert A. Mundell, “A Theory of Optimum Currency Areas”, AER, 1961, reproducido como capítulo 12, pp. 177-186, en *International Economics* (<http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ietoc.html>), NY, Macmillan, 1968.
- (132) Véase B. Eichengreen, “Is Europe an Optimum Currency Area”, NBER, Working Paper n° 3579, I/1991, <http://papers.nber.org/papers/w3579.pdf>.
- (133) Véase su balance del proceso en Barry Eichengreen, “Lessons of the Euro for the Rest of the World”, Working Paper PEIF-2, 1/XII/2002, http://ies.berkeley.edu/pubs/workingpapers/PEIF-2-Lessons_of_the_Euro.pdf.
- (134) Véase Alberto Alesina y Robert J. Barro, “Currency Unions”, NBER Working Paper n° w7927, IX/2000, en <http://www.nber.org/papers/w7927>, incluido en este CD.
- (135) Véase “Actes du colloque L’Europe après l’Euro: Stratégies pour la Croissance et l’Emploi”, Paris, 6/XI/1997, <http://www.assemblee-nat.fr/international/colloque-euro.asp>.
- (136) Véase http://www.eib.org/Attachments/general/events/ecofin0710_2.pdf (*The Growth Initiative: Further report to ECOFIN prepared by the EIB*, 30/IX/2003).
- (137) Véase Jurgen von Hagen, “La Unión Económica y Monetaria: cuestiones y desafíos de economía política”, *Moneda y Crédito*, n° 208, 1999, pp. 25-56. Todo este número de la revista recoge trabajos del simposio “La Unión Económica y Monetaria Europea. Cuestiones pendientes”, XI/1998.
- (138) Véase Wim Duisenberg, “Testimony before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament”, Brussels, 17/II/2003, disponible en <http://www.ecb.int/key/03/sp030217.htm>.
- (139) Otmar Issing, “Panel Discussion at the Conference ‘Inflation Targeting: Prospects and Problems’”, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, 17/X/2003, <http://www.ecb.int/>.
- (140) Las previsiones, en *European Economy*, 5-2003. El informe en ECFIN/484/03. El primero disponible en http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/european_economy/2003/ee503en.pdf, el segundo en http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/quarterly_report_on_the_euro_area/2003/report1203en.pdf.
- (141) Véase A.S Posen, “Is Germany turning Japanese?”, ya citado, pp. 16-17.
- (142) Véase Jürgen von Hagen y Matthias Brückner, “Monetary and Fiscal Policy in The European Monetary Union” <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/2002/me20-s1-7.pdf>, *Monetary and Economic Studies* (special edition), Bank of Japan, XII/2002.
- (143) Véase Michael J. Artis y Marco Buti, “Setting Medium-Term Fiscal Targets In EMU”, *Public Finance and Management*, Volume One, Number 1 (2001), pp. 34-57, en http://www.spaef.com/PFM_PUB/index.html. Todo este número de la revista recoge trabajos del simposio “EMU: Fiscal Policy with a Stability and Growth Pact”, celebrado en Munich en 2000.
- (144) Véase J. Galí y R. Perotti “Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe”, NBER Working Paper n° 9773, en <http://www.nber.org/papers/w9773.pdf>.
- (145) Véase José E. Boscá, Rafael Doménech y David Taguas, “La política fiscal en la Unión Económica y Monetaria” *Moneda y Crédito*, n° 208, 1999, pp. 267-314, en <http://iei.uv.es/~rdomenec/bd&t.pdf>.

(146) Véase “Integración de los Servicios financieros”, *Boletín mensual del BCE*, X/2003, Disponible en <http://www.bde.es/informes/bce/bm0310-4.pdf>, y Jean-Claude Trichet, “Financial Integration: Where Do We Stand?”, Paris, 3/XII/2003, disponible en <http://www.ecb.int/events/>.

(147) Edmond Malinvaud, “The Role of Structural Policies Meant to Promote Employment”, *Second Angelo Costa Lecture*, en <http://www.rivistapoliticaeconomica.it/pdf/malinvaud.pdf>.

(148) Gordon Brown, “The Road to Full Employment: Economic Reforms for a More Flexible and Dynamic Britain and Europe”, Centre for European Reform, 10, III, 2003, <http://www.labour.org.uk/browneuropeanreform/>.

(149) Véase Marika Karanassou, Héctor Sala y Dennis J. Snower, “Unemployment in the European Union: A Dynamic Reappraisal”, IZA DP n° 531 (y en *Economic Modelling*, 2003, n° 20, pp. 237-273), disponible en <ftp://ftp.iza.org/dps/dp531.pdf>.

(150) Véase “PM Speech on Welfare Reform”, 10/VI/2002, en <http://www.number-10.gov.uk/output/Page1716.asp>.

(151) Véase http://europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.gettxt=gt&doc=STAT/04/7|0|RAPID&lg=EN (comunicado STAT/04/7, de 15/I/2004). El Boletín del BCE en <http://www.ecb.int/index.html>. Las previsiones de la Comisión, en http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/european_economy/forecasts_en.htm.

(152) Véase en http://www.eib.org/Attachments/general/events/eib_ecofin150703_en.pdf el primer memorándum del Banco al ECOFIN de 11/VII/2003. El resto de los documentos producidos por el Banco están disponibles en <http://www.eib.org/news/News.asp?news=64&cat=-1> (*EIB Contribution to EU's Growth Initiative*, ECOFIN, 7/X/2003, Luxembourg).

(153) Véase *A European Initiative for Growth. Investing in Networks and Knowledge for Growth and Employment*, Communication from the Commission, Brussels, 1/X/2003, COM(2003) 579 final, junto a los documentos de la Comisión y el Consejo Europeo relacionados en http://europa.eu.int/comm/lisbon_strategy/index_fr.html.

(154) Véase el *Draft Interim Report* en <http://register.consilium.eu.int/pdf/en/03/st13/st13107.en03.pdf>.

(155) Véanse las Conclusiones del Consejo de Bruselas en <http://ue.eu.int/pressData/es/ec/77690.pdf>.

(156) Véase la Comunicación de la Comisión ya citada –documento COM(2003) 579 final–, nota 3.

(157) Véase Barry Eichengreen, “Institutions for Fiscal Stability, Prepared for Munich Economic Summit, May 2003”, IV/2003, <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy/stabilitypactmunich5sep16-03.pdf>.

(158) Véase http://ue.eu.int/newsroom/related.asp?BID=76&GRP=6563&FROM=EuropeanCouncil__&LANG=1. Para Alemania y Francia, “Schröder sólo logra la mitad de la reforma fiscal planteada, aunque la adelanta a 2004”, y “Francia prevé reducir su déficit público dos puntos del PIB en cinco años”, *El País*, 16/XII/2003. Francia, INSEE, *Note de Conjoncture* (XII-2003), http://www.insee.fr/fr/indicateur/analys_conj/archives/dec2003_1.pdf. Alemania, DESTATIS (15/I/2004), <http://www.destatis.de/presse/englisch/pm2004/p0240121.htm>.

(159) Véase Joseph E. Stiglitz, “Information and the Change in the Paradigm in Economics”, Nobel Prize Lecture, 8/XII/2001, en <http://www-1.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/NobelLecture.pdf>.

(160) Véase “Fixing Japan. Kill or Cure?”, *The Economist*, 25/IX/2003, en http://economist.com/displaystory.cfm?story_id=S%27%298%2C%24QQ%5B%2A%21%20%21%3C%0A.

(161) Véase Takeo Hoshi y Anil Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, MIT Press, 2001.

- (162) La mejor síntesis puede verse en los *abstracts* de los últimos números de *Financial Review*, del Ministerio de Hacienda japonés, disponibles en http://www.mof.go.jp/english/f_review.htm.
- (163) Véase G. Figueras, “Japón comienza a recuperarse del estallido de la burbuja inmobiliaria”, *El País*, 29/XII/2003.
- (164) Véanse A. Orphanides, “Activist Stabilization Policy and Inflation: The Taylor Rule in the 1970s”, Center for Financial Studies, Working Paper n° 2002/15, XI/2002, http://www.ifk-cfs.de/papers/02_15.pdf, Athanasios Orphanides y John C. Williams, “The Decline of Activist Stabilization Policy: Natural Rate Misperceptions, Learning, and Expectations”, en *Second Conference: International Research Forum on Monetary Policy*, Federal Reserve Board of Governors, Washington DC, 14-15/XI/2003; y Robert G. King y Alexander L. Wolman, “Monetary Discretion, Pricing Complementarity and Dynamic Multiple Equilibria”, NBER Working Paper 9929, disponibles en <http://www.ecb.int/events/conf/intforum/intforum2.htm>.
- (165) Véanse los discursos de Alan Greenspan y Ben S. Bernanke ante la Asamblea de la AEA en San Diego, California, 3-4/I/2004, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>.
- (166) Véase Lars E.O. Svensson, “What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 41 n° 2, VI/2003, pp. 426-477.
- (167) Véase J. Stiglitz, “La globalización y sus quejas en 2004”, *El País*, 6/I/2004, y A. Greenspan, *Current Account*, 20/XI/2003, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/>.
- (168) Véase Alan Greenspan, “Globalization”, Bundesbank Lecture 2004, Berlin, 13/I/2004, disponible en <http://www.federalreserve.gov/whatsnew.htm>.
- (169) Véase M. Mühleisen y Ch. Towe, eds., “U.S. Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability”, IMF Occasional Paper 227, 7/I/2004. La síntesis (I. Overview: Returning Deficits and the Need for Fiscal Reform) se encuentra disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/227/index.htm>.
- (170) Véase John F. Cogan y Olivia S. Mitchell, “The Role of Economic Policy in Social Security Reform: Perspectives from the President’s Commission”, <http://www.nber.org/papers/w9166>, NBER Working Paper 9166.
- (171) “A ‘Perfect Storm’ of Circumstances Batters Corporate Pension Plans”, *Knowledge@Wharton*, 12/II/2003, en <http://knowledge.wharton.upenn.edu/index.cfm?fa=viewArticle&id=712>.
- (172) Véase Martin Howell, *Predators and Profits: 100+ Ways for Investors to Protect Their Nest Eggs*, Prentice Hall, 2003, y la serie de *Business Week* en http://www.businessweek.com/investor/list/mfcrcrisis_toc01.htm.
- (173) Véase Paul Krugman, “Rubin Gets Shriek”, *New York Times*, 6/I/2004.
- (174) Véase Christopher Farrell, “How Bush is Mortgaging the Future”, *BusinessWeekonline*, 5/XII/2003.
- (175) Véase M. Mühleisen y Ch. Towe, “US Fiscal Policies...”, Occasional Paper 227 del IMF, ya citado, y “Starve the Beast?”, en http://www.j-bradford-delong.net/movable_type/.
- (176) Véase el discurso del gobernador de la FED, Donald L. Kohn, “The United States in the World Economy”, Atlanta, Georgia, 7/I/2004, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>.
- (177) Véase Robert E. Rubin, Peter R. Orszag y Allen Sinai, “Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray. Paper Presented at the AEA-NAEFA Joint Session, Allied Social Science Associations Annual Meetings, The Andrew Brimmer Policy Forum”, “National Economic and Financial Policies for Growth and Stability”, 4/I/2004, San Diego, California, disponible en <http://www.brook.edu/dybdocroot/views/papers/orszag/20040105.pdf>.
- (178) Véase Joseph E. Stiglitz, *Los felices noventa. La semilla de la destrucción*, Taurus, Madrid, 2003.

(179) Véase una comparación de la utilización de la curva de Laffer en la Norteamérica de Reagan y en la Alemania de Schröder en Luis de Sebastián, “La curva de Laffer ataca de nuevo”, *El País*, 29/XII/2003.

(180) Jordi Galí, J. David López-Salido y Javier Vallés, “Understanding the Effects of Government Spending on Consumption”, en *Second Conference: International Research Forum on Monetary Policy*, Federal Reserve Board of Governors, Washington DC, 14-15/XI/2003, disponible en <http://www.ecb.int/events/conf/intforum/material/Galieta1.pdf>.

(181) Véase Tamim Bayoumi, Douglas Laxton y Paolo Pesenti, “When Leaner Isn’t Meaner: Measuring Benefits and Spillovers of Greater Competition in Europe”, en *Second Conference: International Research Forum on Monetary Policy*, Federal Reserve Board of Governors, Washington DC, 14-15/XI/2003, disponible en <http://www.ecb.int/events/conf/intforum/material/Bayoumieta1.pdf>.

(182) Véase Iain Begg, “Running Economic and Monetary Union: The Challenges of Policy Co-ordination”, disponible en <http://www.lsbu.ac.uk/euroinst/>.

(183) Véase en

http://europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.gettxt=gt&doc=IP/04/35|0|RAPID&lg=ES la estrategia adoptada el 13/I/2004, de acuerdo con el Tratado y el Pacto de Estabilidad.

(184) Véase “Los camiones se atascan en los Pirineos”, “Francia margina a España en sus 50 proyectos de grandes infraestructuras”, *El País*, 12/I/2004 y 19/XII/2003, y Gregorio Martín, “El cuello de botella francés”, *El País* 19/XII/2003“ y “¿Francia nos estrangula?”, *El País, Comunidad Valenciana*, 15/I/2004. La cartografía de los proyectos de red viaria (y ferroviaria) en el horizonte 2006-2007 se encuentra disponible en [http://www.midi-](http://www.midi-pyrenees.equipement.gouv.fr/atlas/html/espagnol/fichescartographiques/fiche375.htm)

[pyrenees.equipement.gouv.fr/atlas/html/espagnol/fichescartographiques/fiche375.htm](http://www.midi-pyrenees.equipement.gouv.fr/atlas/html/espagnol/fichescartographiques/fiche375.htm) (/fiche380.htm). Las zonas de sombra y saturación viaria en 2002 en /fiche340.htm, /fiche315.htm; la red ferroviaria 2002 en /fiche30.htm; los flujos de mercancías en 2000, en /fiche60.htm; y los de intercambios en /fiche345.htm y /fiche335.htm.

(185) Véanse las propuestas de reforma de Iain Begg, Dermot Hodson e Imelda Maher, “Economic Policy Coordination in the European Union”, National Institute of Economic and Social Research, *Quarterly Economic Review*, I/2003, y de Paul De Grauwe, “The Stability and Growth Pact in Need of Reform”, CEPS 2003, disponible esta última en <http://www.econ.kuleuven.ac.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/2003%2001%20Stability%20and%20Growth%20Pact%20CEPS%202003.pdf>.

Álvaro Espina Montero

Vocal asesor de la Dirección General de Política Económica (Ministerio de Economía, España) y profesor asociado del Departamento de Sociología I (Universidad Complutense de Madrid).